حسبنا أنه أفضل كتاب جديد عن الأسهم..
"فوربس"

الاستثمار في الأسهم

على طريقة وورن بَفِت



نقله إلى العربية
مروان أبو جيب

تصوير
أحمد ياسين

احتل لائحة أكثر الكتب مبيعاً حسب نيويورك تايمز
وجاوزت مبيعاته المليون نسخة

الاستثمار في الأسهم
على طريقة وورن بَفِت

الكتاب الذي احتل لائحة أكثر الكتب مبيعاً في صحيفة نيويورك تايمز
وتجاوزت مبيعاته المليون نسخة

الاستثمار في الأسهم على طريقة وورن بفِت

تأليف:

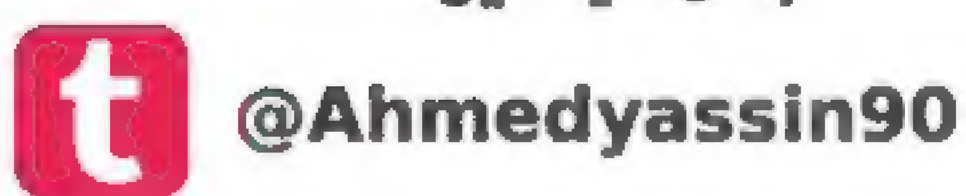
روبيرت ج. هاغستروم

قدم له: بيل ميلر
وكتبت توطئته:

كينيث ل. فيشر

نقله إلى العربية

مروان أبو جيب





Original Title:

THE WARREN BUFFETT WAY

by:

Robert G.Hagstrom

ISBN 0-471-64811 - 6

Published by: John Wiley & Sons, Inc. New Jersey, USA.

الرياض 11595، المملكة العربية السعودية، شمال طريق الملك فهد مع تقاطع العروبة، ص . ب . 62807

Obeikan Publishers, North King Fahd Road, P.O. Box 62807, Riyadh 11595, Saudi Arabia

الطبعة العربية الأولى 1428هـ ـ 2007م

ISBN 2 - 064 - 54 -9960

مكتبة العبيكان، 1427هـ

فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

هاغستروم، روبيرت ج

الاستثمار في الأسهم على طريقة وارن بفت. / روبيرت ج هاغستروم؛ مروان أبو جيب. - الرياض 1427هـ

340 ص؛ 16,5 × 24 سم

ردمك: 2 - 064- 54 - 9960

١ـ الاستثمار

أ. أبو جيب، مروان (مترجم)　　ب. العنوان

ديوي: 332,678　　1427 /3997

رقم الإيداع: 3997/ 1427

ردمك: 2 - 064- 54 - 9960



الفهرس

افتتاحية الطبعة الثانية

اكتسح كتاب *الاستثمار في الأسهم على طريقة وورن بَفِت* *The Warren Buffet Way* الأمصار كالإعصار حين نشره روبيرت هاغستروم Robert Hag-strom أول مرة عام 1994 ، وتم حتى تاريخه بيع مليون ومائتا ألف نسخة منه، وشاع بين الناس شاهداً على دقة التحاليل وقيمة النصائح التي احتواها بين دفتيه.

وفي الحديث عن وورن بَفِت Warren Buffet تطغى الأرقام بمنتهى السهولة على كل شيء بمقاديرها فقط، وحين يتطلع بقية المستثمرين إلى المئات وربما الآلاف، تترسخ قدماه عند الملايين والمليارات من الدولارات. لكن ذلك لايعني أن وِفاضه خالٍ مما يمكن أن يعلمنا إياه، بل على العكس من ذلك تماماً، إذ لانستطيع صياغة القرار الذي نتخذه إلا إذا نظرنا فيما فعلَ وأنجز، واستطعنا أن ندرك الأمور الفكرية الكامنة وراء أفعاله.

تلك هي المساهمة العميقة لكتاب روبيرت الذي أمعن النظر خلاله بأفعال وورن بَفِت وكلماته وقراراته على امتداد عدد من السنين؛ ثم انطلق في تحليلها بحثاً عن الخيوط المشتركة فيما بينها؛ فبسَطها في اثني عشر مذهباً، صاغها في مبادئ لازمَنيّة، قادت فلسفة بَفِت Buffet الاستثمارية في كل الظروف وفي جميع الأسواق، وهي ذات السبيل التي بمقدورها أن تأخذ بيَدِ كل مستثمر.

إن القيمة المستدامة لكتاب روبيرت تكمن في هذا التركيز الدقيق رغم أنه يتحدث عن تقنيات الاستثمار، ولكنه في جوهره يبحث في مبادئ الاستثمار، والمبادئ ثابتة لاتتغير؛ وكأني أستمع إلى وورن يقول وهو يخفي كلامه وراء ابتسامته الساخرة: «ذلك هو السبب الذي يدعوهم لتسميتها مبادئ.»

قدمت لنا السنوات العشر الماضية عرضاً أخاذاً لتلك الحقيقة الأساس، إذ شهدنا فيها تغييرات عديدة لمذاهب سوق الأوراق المالية، ورأينا فقاعة حلقت بكثير من الناس إلى سماء الغنى، ثم هوت بهم عميقاً إلى حضيض السوق الهابطة السحيق قبل أن تستعيد عافيتها أخيراً في ربيع عام 2003 وتبدأ

بالنهوض من عثرتها.

لكن أسلوب وورن بَفِت الاستثماري لم يتغير قطُّ، واستمر في اتباع المبادئ التي أوجزها الكتاب نفسها:

ـ فكِّر بشراء الأسهم وكأنك تشتري منافع جزئية في أعمال كبيرة.

ـ كوِّن محفظة استثمارية مُركزة، معدل دوران رأس المال فيها منخفض.

ـ لاتستثمر إلا فيما تفهم وتحلل.

ـ احرص على وجود هامش أمان بين سعر الشراء وقيمة الشركة على المدى الطويل.

لقد حصد المستثمرون في شركة بيركشاير هاثاويه Berkshire Hathaway كالعادة مزايا ذلك الأسلوب الراسخ، فارتفعت أسهمها منذ بداية الصحوة عام 2003 بحوالي عشرين ألف دولار للسهم الواحد، بزيادة فاقت الثلاثين بالمئة؛ وتخطت كثيراً إجمالي عائدات السوق خلال الفترة المقابلة.

هناك سلسلة فكرية لدى مستثمري الأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية بدأت مع بنيامين غراهام Benjamin Graham مروراً بوورن بَفِت ومعاصريه وصولاً إلى جيل أرباب المهنة اللاحق من أمثال روبيرت هاغستروم Robert Hagstrom. ذلك أن بَفِت، أشهر تلامذة غراهام، نصح المستثمرين مراراً وتكراراً بدراسة كتاب غراهام *المستثمر الذكي* *The Intelligent Investor*، وكثيراً ما أوصيتُ بذلك أيضاً، وأنا على يقين من أن كتاب روبيرت يشاطر ذلك الكتاب الأساس أمراً على غاية من الأهمية: لعل النصائح لاتجعل منك رجلاً غنياً ولكن من غير المحتمل أن تجعلك فقيراً إلا في أحوال نادرة، وإذا ما أدرك المرء التقنيات والمبادئ المذكورة في هذه الصفحات وطبقها بذكاء، فلابُدَّ أن تجعل منه مستثمراً أفضل.

بيل ميلر Bill Miller

المدير التنفيذي



تعالى رنين الهاتف في أمسية أحد أيام العمل من عام 1999 عندما كنت في البيت، وقالت ابنتي Annie، أوسط بناتي، وهي عندئذ في الحادية عشرة من عمرها: إن وورن بَفِت Warren Buffett يُهاتفني، فابتدرني المُهاتف بقوله ـ وأنا على قناعة أنه لابُدَّ مازح : أنا وورن بَفِت من أوماها Omaha (وكأنما يخشى أن أخلط بينه وبين وورن بَفِت آخر)، وقد أنهيت قراءة كتابك من فوري هذا وأحببته، وأود أن أقتطف جملة منه لأضمِّنها تقرير شركة بيركشَيَر Berkshire السنوي. لطالما رغبتُ بتأليف كتاب، ولكني لم أستطع إلى ذلك سبيلاً. «كان حديثه مفعماً بالحماسة سريعاً جداً؛ فمن المؤكد أنه نطق بخمسين كلمة خلال خمس عشرة ثانية أو عشرين، وأرفقها بضحكتين صاخبتين واثنتين خافتتين. وافقتُ على طلبه فوراً، وأظن أن الحديث استغرق خمساً من الدقائق أو عشراً، لكني أتذكر أنه أنهى الحديث بقوله: «إذا مررتَ يوماً بأوماها ولم تزرني تلطَّخ اسمك بالوحل في نبراسكا.»

ولما كنت لاأرغب بأن يُلطخ اسمي بالوحل في نبراسكا فقد استجبت لعرضه بعد ستة أشهر؛ واصطحبني بجولة شخصية في كل ركن من أركان المكتب (لم تستغرق طويلاً، لأنه محشور في مساحة لاتتعدى نصف مساحة ملعب كرة المضرِب)، وألقيتُ السلام خلالها على المستخدمين الأحد عشر. ولم يكن في المكتب حاسوب أو آلة لعرض أسعار الأسهم.

انتقلنا بعد حوالي الساعة إلى مطعم محلي وسايرته في تناول شريحة لحم لذيذة وعبوة كوكا بالكرز، هي الأولى التي أتناولها منذ ثلاثين سنة. تطرَّق حديثنا إلى الأعمال في صِبانا، ولعبتي البيسبول والبْريدج *، وتجاذبنا أطراف

* bridge من ألعاب الورق (المعرب)

الحديث عن الشركات التي استثمرنا فيها في الأيام الخالية. وناقش وورن أو أجاب على أسئلة عن كل سهم وعملية من مُقتنيات شركة بيركشيَر (إذ لم يذكر شركته باسم بيركشيَر هاثاويه Berkshire Hathaway أبداً).

لماذا كان وورن بَفت أفضل مستثمر في التاريخ؟ وما جوهره إنساناً وصاحب أسهم ومديراً ومالكاً لشركات بأكملها؟ ما الذي يتفرَّد به تقرير شركة بيركشيَر هاثاويه السنوي؟ ولماذا يَبذل فيه جهداً كبيراً إلى هذا الحد؟ وماذا يمكن للمرء أن يتعلم من التقرير؟ تحدثتُ إليه مباشرة في محاولةِ الإجابة على هذه الأسئلة، وقرأتُ التقارير الخمسة السابقة مرة ثانية (حيث اشتمل كل من تقريرَي 1971 و 1972 على صفحتين فقط). وناقشت تسعة أشخاص ـ جاك باين Jack Byrne وَ روبيرت دينهام Robert Dinham وَ دون كيو Don Keough وَ كارول لوميس Carol Loomis وَ توم موريي Tom Murphy وَتشارلز مُنغر Charles Munger وكارل رايخارت Carl Reichardt وَ فرانك روني Frank Rooney وَ سيث سكوفيلد Seth Schofield ـ كانوا على علاقة كبيرة مختلفة الجوانب معه، ومن خلال وجهات نظر مختلفة خلال الفترة الماضية التي تراوحت بين أربع سنوات وما يزيد عن ثلاثين سنة.

كانت الإجابات عن سماته الشخصية منسجمة تماماً، فهو في المقام الأول على درجة عالية من الاطمئنان. يحب كل ما يفعله، ويتعامل مع الناس، ويقرأ الكثير جداً من التقارير السنوية والربعية والعديد من الصحف اليومية والدوريات. وهو مستثمر يتحلى بالانضباط والصبر والمرونة والشجاعة والثقة والحزم، دائبٌ في البحث عن الاستثمارات ذات المخاطر المعدومة أو التي تقترب من أدنى درجاتها، وماهر في الاحتمالات وحسابها. وهذه القدرة في رأيي تقوم على وَلَعِه المتأصل بالحسابات الرياضية البسيطة، وتمرّسه وحرصه الشديدين على المشاركة في لعبة البريدج، وخبرته الطويلة في تقدير وقبول المستويات العالية من التأمين وإعادة التأمين، إذ يرغب بالمخاطرة حين تكون احتمالات

الخسارة الكاملة متدنية والأرباح المتوقعة سخيّة. وهو يسجل مواطن إخفاقه ونجاحه في لائحة ولا يعتذر، بل يستمتع بالسخرية من نفسه وبتحية مساعديه في الظروف الموضوعية.

إن وورن بَفِت تلميذ عظيم في الأعمال ومستمع رائع، ويمكنه بسرعة فائقة ودِقة كبيرة أن يحدد مواطن القوة الرئيسة أو الأمور المعقدة في شركة ما، وأن يتخذ القرار- خلال وقت لايكاد يتجاوز الدقيقتين ـ بعدم الاستثمار في موطن ما، وأن يُقرر خلال بضعة أيام من البحث أن الوقت قد حان لإنفاذ عملية شراء رئيسة، وهو المستعد على الدوام، لأنّ «نوحاً لم يبدأ ببناء السفينة تحت المطر» على حد قوله في أحد التقارير السنوية.

وهو ـ مديراً ـ لايكاد يستدعي أحداً من رؤساء الأقسام في الشركة أو مديراً فيها، بل تغمره السعادة حين يُستدعى من قبَلهم في الليل أو النهار ليبيّنوا له أمراً أو يطلبوا إليه مشورة: وبعد الاستثمار في مجموعة أسهم أو شراء صفقة كاملة يصبح أكثر الهاتفين بأعلى صوته: «نحن في شركة بيركشيَر لانقول للهدّافين المتميزين بدقة مقدارها 400 % كيف يسدّدون ضربتهم» تشبيهاً لما هي عليه الحال في إدارة لعبة البيسبول.

التحدث أمام الجماهير واستخدام الحاسوب هما المثالان المطروحان عن مدى رغبة وورن بَفِت في التعلّم والتكيُّف: ففي خمسينيات القرن العشرين استثمر مئة دولار في إحدى دورات ديل كارنيجي Del Carnegie التعليمية «لكي لا أنتبه إلى ركبتيَّ المرتجفتين، فأنسى الجمهور الذي أخاطبه؛ بل لأركز انتباهي على مخاطبة الجمهور، وأترك ركبتيَّ ترتجفان وحدهما» ـ كما قال. وفي اجتماع شركة بيركشيَر السنوي جلس مع تشارلي مُنغر Charlie Munger أمام أكثر من ألفي شخص على منصة، وبدأ يرتجل محاضرته ويجيب ـ دون أن يحمل بين يديه ورقة ملاحظات ـ عن التساؤلات الخاصة بأعمال الشركة بطريقة تدخِل السرور على وِل روجرز Will Rogers وَ بِن غراهام Ben Graham وَ كنِغ سولومون

King Solomon وَ فِل فيشر Phil Fisher وَ ديفيد لِترمان David Letter-man وَ بيلي كريستال Billy Crystal. كما أنه تعلَّم في مطلع عام 1994 كيفية استخدام الحاسوب كي يتمكن من الانضمام إلى مجموعة تلعب ـ عن بُعد ـ مع أفراد من أماكن وجودهم في أنحاء أخرى من البلاد. وبذلك يلعب البريدج مدة أطول. ورُبَّما يبدأ في المستقبل القريب باستخدام بعض خدمات استرجاع البيانات والمعلومات المئة المتوفرة هذه الأيام على الحواسب عن الشركات بغرض البحث عن الاستثمار.

يؤكد وورن بَفِت أن عامل الاستثمار الحَرِج يكمن في تحديد القيمة الذاتية لأية شركة وفي دفع سعر عادل أو مناسب فيها: ولا يهتم بما فعلته سوق الأسهم في الفترة الأخيرة، أو ما ستفعله في مستقبل أيامها: فقد اشترى حصة في شركة كوكا كولا زادت قيمتها عن مليار دولار خلال عامي 1988 وَ 1989، بعد أن تضاعفت أسعار الأسهم أكثر من خمس مرات في غضون السنوات الست الماضية، وأكثر من خمسمئة ضعف خلال السنوات الستين المنصرمة: وضاعف أمواله أربع مرات خلال ثلاث سنوات، وهو يخطط لكسب الكثير من المال خلال السنوات الخمس والعشر والعشرين القادمة مع هذه الشركة. كما اشترى عام 1976 أسهماً رئيسة في شركة التأمين على مستخدمي الحكومة (جيكو GEICO) حين انهار سعر سهمها من 61 دولاراً إلى دولارين، وَسادَ شعور عامّ بأن مصيره إلى الصفر لامحالة.

كيف يمكن للمستثمر العادي أن يستخدم طرق وورن بَفِت؟ إنه لايستثمر أبداً في شركات لايفهمها أو تقع خارج «دائرة كفاءته». يستطيع المستثمرون جميعاً بمرور الزمن أن يقيموا ويوسِّعوا دائرة كفاءتهم في صناعة يحترفونها أو قطاع آخر من الأعمال يستمتعون فيه بالبحث. وليس من الواجب أن يكون المرء مُصيباً مرات كثيرة في حياته لأن وورن يقول إن اثني عشر قراراً استثمارياً خلال مسيرته المهنية التي امتدت أربعين سنة هي التي أدت إلى كل هذا التغيير.

يمكن التقليل من المخاطر من خلال التركيز على عدد قليل من مُقتنيات الشركة من السندات والأسهم إذا اضطر المستثمرون إلى أن يكونوا أكثر انتباهاً ودقة خلال عملية البحث التي يقومون بها. والأمر الطبيعي هو أن تتمثل 75% من مجموع مُقتنيات أسهم شركة بيركشاير العادية ضمن خمس أوراق مالية مختلفة فقط. إن أحد المبادئ الذي تم توضيحه عدة مرات في هذا الكتاب، هو أن يتم شراء الشركات العظيمة عندما تواجه مشكلة مؤقتة، أو تنزل أسعار السوق، فتحدث بذلك أسعاراً مناسبة للامتيازات الحصرية المعروضة للتداول. يجب عليك أن تتوقف عن التكهن باتجاهات سوق الأوراق المالية أو الاقتصاد أو أسعار الفائدة أو الانتخابات: وأن تقلع عن إضاعة المال على أشخاص لايفعلون ذلك سوى لكسب معيشتهم، وتدرس الحقائق والوضع المالي وقيمة تطلعات الشركة المستقبلية، وتشتري عندما يسير كل شيء في صالحك: فكثير من الناس يستثمرون بطريقة تشبه لعبهم البوكر طوال الليل دون أن يكلفوا أنفسهم أي عناء، حتى في النظر إلى أوراق اللعب التي بين أيديهم.

لاتتوفر لدى الكثيرين من المستثمرين المعرفة والشجاعة لشراء شركة جيكو GEICO بسعر دولارين للسهم الواحد أو مصرف ويلز فارغو Wells Fargo أو شركة جنرال داينامكس General Dynamics حين تردَّت أوضاعها. لأن العديد من أهل العلم قالوا إنها تواجه مشكلات جوهرية، لكن وورن بَفِت اشترى كابيتال سيتيز/إيه بي سي Capital Cities/ABC أو جيليت Gillette أو واشنطن بوست Washington Post أو أفيليتد بَبلِكيشنز Affilliated Publications أو فريدي ماك Freddie Mac أو كوكا كولا Coca Cola (التي قدَّمت لشركة بيركشَير هاثاويه أرباحاً زادت عن ستة مليارات دولار، أو 60% من أسهم رأس المال العادية البالغة قيمتها عشرة مليارات دولار) حين كانت جميعها تحت إدارة جيدة، وتتمتع بتاريخ قوي في مجال الربحيَّة ومثلت امتيازات مُهَيمِنة.

استخدم وورن بَفِت تقرير شركة بيركشيَر هاثاويه السنوي ـ والمساهمين أيضاً ـ ليساعد عموم الناس كي يصبحوا مستثمرين أفضل. فهو حفيد جدَّين، لجهة أمه وأبيه، من محرِّري الجرائد، ودرَّسَت خالته أليس Alice في مدرسة عامة ثلاثين سنة وَنيِّفاً. ولذلك نراه يستمتع بتعليم إدارة الأعمال والكتابة عنها بصورة عامة، وعن الاستثمار بصورة خاصة. وتطوَّع في الحادية والعشرين من عمره للتعليم أثناء دراسته بجامعة نبراسكا Nebraska في أوماها Omaha: وأقام دورة للكبار عن سوق الأوراق المالية في مدرسة اسْكارزديل Scarsdale الثانوية عام 1955حين كان يعمل في مدينة نيويورك، وألقى في أواخر ستينيات وسبعينيات القرن العشرين محاضرات مجانية بجامعة كريتون Creighton، وخدم عام 1977 في لجنة برئاسة آل سومر الإبن Al Sommer Jr لتقديم النصح إلى لجنة الأسواق والأوراق المالية بشأن الإفصاح عن حالة الشركات، ثم تغيَّرت موازين تقارير شركة بيركشيَر هاثاويه السنوية كثيراً حينما صدر تقرير عام 1977 الذي كُتِب في أواخر عام 1977 ومطلع عام 1978، فأضحت صيغته العامة تشبه تقارير الشركات التي كان يقدِّمها بين عامي 1956 وَ 1969 .

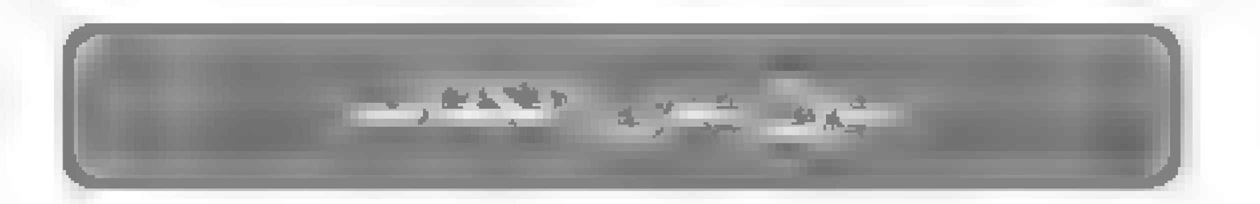
ومنذ أوائل ثمانينيات القرن العشرين راحت تقارير الشركة السنوية تطلِع المساهمين على أداء مُقتنيات الشركة من السندات والأسهم والاستثمارات الجديدة، وتُحدِّث أوضاع صناعة التأمين وإعادة التأمين وتُدْرِج (منذ عام 1982) معايير الاستحواذ على الشركات التي تودّ شركة بيركشيَر شراءها. وأصبح التقرير بوجه عام مُزركشاً بكثير من الأمثلة والتشابيه التناظرية والقصص والاستعارات التي تتضمن ما ينبغي فعله في حقل الاستثمار بمجال الأسهم وما يتوجب اجتنابه.

إن وورن بَفِت أرْسى مستوى عالياً لأداء شركة بيركشيَر المستقبلي من خلال تحديد هدف طويل الأمد لتنمية قيمتها الذاتية بمعدل سنوي قدره 15%، وهذا ما لا يمكن تحقيقيه سوى من قبل حفنة قليلة من الناس، لكنه تحقق على يديه

وحده دون غيره بين عامي 1956 وَ 1993، وَبيَّن أنه سيكون مستوى يصعب المحافظة عليه بسبب حجم الشركة الكبير. بَيْدَ أن هناك على الدوام فرصاً فيما حولنا. فالشركة تمتلك مقادير من النقدية الجاهزة للاستثمار تنمو في كل عام؛ ولقد بَرَزت ثقته إلى حدٍّ ما في الكلمات الثلاث عشرة الأخيرة من تقرير حزيران / يونيو 1993 السنوي، الواردةِ في صفحته الستين: «إن شركة بيركشيَر لم تعلن عن الربح النقدي للسهم الواحد منذ عام 1967».

لطالما أفصح وورن بَفِت عن رغبته بتأليف كتاب عن الاستثمار، والأمل أن يتحقق هذا في يوم من الأيام: لكن تقاريره السنوية ستؤدي حتى ذلك اليوم هذه الوظيفة بطريقة تماثل إلى حدٍّ ما مؤلفي القرن التاسع عشر من أصحاب الفصول المتسلسلة: ـ إدْغار ألن بو Edgar Allen Poe وَ ويليام ميكبيس ثاكري William Makepeace Thackery وَ تشارلز ديكنز Charles Dickens ـ وما تقارير شركة بيركشيَر السنوية بين عامي 1977 وَ 1993 إلا سبعة عشر فصلاً من ذلك الكتاب. كذلك فإننا في الوقت ذاته نجد بين أيدينا كتاب *الاستثمار على طريقة وورن بَفِت The Warren Buffett Way* الذي لخَّص فيه روبيرت هاغستروم Robert Hagstrom مسيرة بَفِت المهنية، وقدَّم أمثلة عن كيفية نشوء تقنياته وطرقه الاستثمارية، وَبيَّن الأشخاص المُهمّين في تلك العملية، وفصَّل القرارات الاستثمارية الرئيسة التي أفرزت سجل أداء بَفِت الذي لايُضاهى، وضمَّ في نهاية المطاف عُصارةَ فكرٍ وفلسفةَ مستثمرٍ، دأب على كسب المال بالوسائل المتوفرة بين يدي كل شخص بصرف النظر عن مقدار ثروته.

بيترس. لينش



تلقيتُ أحد تقارير شركة بيركشير هاثاويه Berkshire Hathaway السنوية كجزء من مواد التدريب في أثناء تدريبي في شركة ليغ ميسون Legg Mason ـ قبل عشرين سنة بالتمام والكمال ـ كي أصبح سمسار استثمار. فكان أول الغيث الذي أمطرني به وورن بَفِت.

تأثرت كثيراً ـ كغيري ممَّن قرا تقارير الشركة السنوية ـ بالوضوح الذي تتميَّز به كتابات بَفِت. ولكوني في ثمانينيات القرن العشرين مهنياً في مقتبل عمري، فقد وجدت رأسي يدور على الدوام في دوامة مستمرة مع محاولاتي لمسايرة سوق الأسهم والاقتصاد وبيع الأوراق المالية وشرائها. ومع ذلك فقد راودتني تهيّؤات بأني اسمع صوت وورن بَفِت العقلاني يرن في أذني على أصداء السوق كلما قرأت قصة عنه أو مقالة بقلمه. وكان من تأثيره المهدّئ أن انطلقت في وضع هذا الكتاب.

يكمن التحدي الرئيس الذي واجهته في كتابة *الاستثمار على طريقة وورن بَفِت The Warren Buffett Way* في إثبات أو نفي ادعائه بقوله «إن الذي افعله لايستعصي على كفاءة أي شخص». جادل بعض النقاد في أن خصائص طريقته تعني أن أسلوبه الاستثماري لايمكن تبنّيه على نطاق واسع رغم نجاحه: لكني لم أوافقهم. إن له مزاجية خاصة، وهي من مصادر نجاحه، لكن منهجيَّته تصبح قابلة للتطبيق حين يتم إدراكها من قبل الأفراد والمؤسسات على حدٍ سواء. ولقد هدفتُ من وراء هذا الكتاب إلى مساعدة المستثمرين على تبني الاستراتيجيات التي جعلت من وورن بَفِت شخصاً ناجحاً.

إن كتاب *الاستثمار على طريقة وورن بَفِت* يصف أمراً يمثل في صميمه أسلوباً سهل المنال، إذ ليس المطلوب أن يتعلم المرء برامج حاسوبية، أو يفك طلاسم كتب سميكة في

الاستثمار. وهذا الكتاب سيعينك على تحقيق عوائد استثمارية مُربحة سواء كنت على درجة من الملاءة المالية تمكنك من شراء 10% من شركةٍ ما، أو مئة من أسهمها ولا غير.

لاتحكم على نفسك مقارنة بوورن بَفِت، لأن العقود الخمسة التي قضاها من عمره في تلك الأعمال والاستثمار في الوقت ذاته، تجعل من تقليدك لعوائده الاستثمارية التاريخية أمراً غير محتمل. وعليك بدلاً من ذلك مقارنة النتائج الراهنة التي تحققها مع مجموعتك المُناظرة. سواء ضمَّت صناديق استثمار مشتركة تدار بشكل فعّال، أو صندوقاً استثمارياً مرتبطاً بمؤشر لسعر الأسهم، أو سوقاً عريضة ترد إليها أوامر الشراء والبيع بشكل يحقق استقرار أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها بشكل عام.

لاقت الطبعة الأصلية من هذا الكتاب نجاحاً ملحوظاً، ويتملكني الرضى العميق لأن كثيراً من الناس وجدوا فيه الفائدة، لكن نجاحه، في المقام الأول والأهم، يعود إلى أنه الكتابُ المقدس عن وورن بَفِت الذي افتتن ملايين البشر في أنحاء المعمورة بذكائه وأمانته، فكان ذكاؤه وسجله الاستثماري بمنزلة تنويم مغناطيسي للمجتمع الاستثماري الماهر الذي يضمني بين جنباته أيضاً، وأصبح بَفِت ـ بفعل هذا التمازج الذي لايُضاهى ـ النموذج الأشهر الذي يُحتذى به في عالم الاستثمار اليوم.

لم أحْظَ بمقابلة وورن بَفِت قطُّ قبل تأليف هذا الكتاب، ولم أشاوره في أثناء كتابته، رغم أن الاستشارة بحدِّ ذاتها غنيمة: لكني كنت محظوظاً في أن أنهل من معين كتاباته الواسعة التي تعود إلى أكثر من أربعة عقود في الاستثمار. ولقد ضمنّته مقتطفات كثيرة من تقارير شركة بيركشيَر هاثاويه السنوية، ومن رسائل رئيس مجلس الإدارة الشهيرة على وجه الخصوص، حيث أذِن السيد بَفِت لي باستخدام حقوق نشرها بعد أن راجعه. لكن هذا الإذن لايعني بحال من الأحوال أنه قدَّم المعونة في الكتاب، أو أتاح لي وثائق أو استراتيجيات سرية لم تكن معروفة في كتاباته العمومية.

عرف الجميع معظم أفعال بَفِت، ولكنها لم تحْظَ بكثير من الملاحظة، ولم يكن الأمر المطلوب في رأيي ـ والذي سيكون له قيمة لدى المستثمرين ـ سوى الدراسة الشاملة المُعَمَّقة لأفكاره واستراتيجياته المتسايرة مع المشتريات التي أنفذتها شركة بيركشيَر طوال سنوات؛ ومن ثمَّ تجميعها في مصدر واحد، وتلك الأفعال كانت مُنطلق الطبعة الأصلية من كتاب *الاستثمار على طريقة وورن بَفِت*.

تحتفظ هذه الطبعة، المعدَّلة بعد عشر سنوات، بالهدف الأساس الذي ينطوي على تفحُّص أحدث أفعال بَفِت بحثاً عن دروس الاستثمار التي تكمن في خفاياها، وبيان مدى التأثير الذي أدَّت إليه تغييرات المناخ المالي في تغيير استراتيجياته.

سرعان ما اتضحت بعض الأمور، إذ انخفض مستوى نشاط بَفِت في سوق الأوراق المالية بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة وزادت مشترياته من الشركات بأكملها عن الأسهم، وانتقل في بعض الأحيان بقوة أكبر إلى السندات الممتازة الصادرة عن شركات ذات مركز قوي، وتوزِّعُ بانتظامٍ مستوىً جيداً من الأرباح، وإلى السندات الحكومية، وحتى السندات عالية المردود، ثم ابتعد عنها حين خبا نورها فلم تعد تجتذبه.

صنفتُ في الفصول التالية بعض الشركات التي تم الاستحواذ عليها في الفترة الأخيرة، وناقشتُ الكيفية التي انعكست فيها صفاتها على مذاهب طريقة وورن بَفِت، إلا أن تفاصيل بياناتها المالية الدقيقة لم تكن معروفة على المستوى العام لأنها كانت شركات خاصة قبل أن يشتريها بَفِت، ولذلك فليس في مقدوري أن أجزم واثقاً بشأن نظرة بَفِت بأوضاعها الاقتصادية، وليس لي إلا أن أقول إنه أحبَّ ما رأى، كما هو واضح.

لقد اغتنمتُ الفرصة في هذه الطبعة المحَدَّثة كي أدخِل فيها بعضَ المواد التي لم تقدَّم في الطبعة الأصلية، فأضفتُ إليها فصلاً حول طريقة بَفِت في إدارة المحفظة الاستثمارية، وهي طريقة وضعَها تحت عنوان «الاستثمار المُركز»، وتمَثِّلُ

حجرَ الزاوية في نجاحه. وأنا أوصي بها بشدّة: وفصلاً آخر عن علم النفس النقدي، أيْ الطرق العديدة التي تسبب العواطف فيها خللاً كبيراً بالقرارات الجيدة: فالاستثمار الجيد يتطلب منك معرفة جميع الأمور التي تغري بالتصرف الطائش. وعليك أن تدرك أمرين فيهما خطأ: أولهما أنه لايمكنك تخطي الفجوات العاطفية إلا إذا عرفت كيف تدركها؛ وثانيهما أنه يمكنك معرفة خطوات الآخرين غير الصحيحة في الوقت المناسب كي تستفيد من أخطائهم.

فترة عشر السنوات ـ المذكورة آنفاً ـ طويلة جداً أو أنها شديدة القِصَر، فذلك يعتمد على ظروفك ونظرتك الشخصية إلى العالم. ويمكن القول بشأن المستثمرين إن الظروف قد تغيرت خلال هذه السنوات العشر. ولكن الأمور الأساس لم تتغير. وهذا جيد لأن الظروف قد تتغير بالاتجاه المعاكس في السنوات العشر القادمة أو باتجاه مغاير تماماً. وأمام الذين يظلون متمسكين بالمبادئ الأساس فرصة للبقاء أفضل مِمَّن لايتمسكون بها.

ارتفعت عقيرة الضجيج في سوق الأوراق المالية خلال السنوات العشر التي انقضت منذ أن ألفتُ كتاب *الاستثمار على طريقة وورن بَفِت*. وبلغتْ في بعض الأحيان حد الإصابة بالصمم: فالمعلقون التلفازيون والكتاب والمحللون الماليون وأصحاب استراتيجيات السوق يتسابقون في التصايح كي يجلبوا انتباه المستثمرين. وفي الوقت ذاته نرى كثيراً من المستثمرين منهمكين في غرفة التخاطب عبر الشبكة العالمية الإنترنت وعند لوحات الإعلانات يتبادلون المعلومات المثيرة للتساؤل والسرية المغلوطة. ومع ذلك ـ ورغم الكَمّ الهائل من المعلومات المتاحة ـ يجدون صعوبة تتزايد في تحقيق الربح: بل إن بعضهم يبذلون جهوداً مضنية للمحافظة على بقائهم. فأسعار الأسهم ترتفع لسبب بسيط فتحلّق مسرعة. ثم تنهار بذات السرعة. والذين تحوَّلوا إلى مجال الاستثمار كي يؤمِّنوا نفقات تعليم أطفالهم ومصاريف معاشهم يتخوَّفون على الدوام: إذ ليس في السوق منطق ولا عقل، بل جنون وحماقة، كما يبدو.

وعلى روابي حماقة السوق تتربع حكمة ومشورة وورن بَفِت الذي برهنت نصائحه الاستثمارية ـ يوماً بعد يوم، وفي جوٍّ يُفضّل على مايبدو المُضارب على المستثمرـ بأنها الملاذ الآمن لملايين المستثمرين التائهين. وربما ارتفعت في بعض الأحيان صيحات المستثمرين المتخبطين بقولهم: «لكن الأمر مختلف هذه المرة»، ولعلهم في أحيان أخرى على صواب. السياسة تطلق المفاجآت. فتستجيب الأسواق. ثم تدوي أصداء فيها اختلاف طفيف، وتنشأ شركات جديدة، وتكبر أخرى، وتتطور صناعات وتتكيف أخرى. ويستمر التغيير. ولكن مبادئ الاستثمار التي أوجزها هذا الكتاب تبقى راسخة دونما تغيير.

إليكم درساً بليغاً مُقتبَساً من تقرير عام 1996 السنوي: «حسبُك ـ مستثمراًـ أن يكون هدفك مجرَّد الشراء بسعر معقول وفائدة قليلة، في عملٍ سهلِ الإدراك، ذي أرباح من المؤكد أن تتعالى في غضون خمس سنوات وعشر وعشرين. ومع مرور الوقت لن تجد سوى بضع شركات تلبي هذا المعيار. وإذا وجدت شركة تستوفيه فاشتر مقداراً جيداً من أسهمها».

ومهما كان مقدار المال المتاح لك استثماره والحرفة أو الشركة التي تجلب اهتمامك، فلن تجد أمامك مِعياراً أفضل مما في هذا الكتاب.

روبيرت ج. هاغستروم

فيلانوفا ـ بنسلفانيا

أيلول ـ سبتمبر 2004

كان والدي فيليب آ. فيشر Philip A. Fisher ينظر بفخر كبير إلى تبَنّي وورن بَفِت Warren Buffett بعضاً من أفكاره، وإلى الصداقة الطويلة الودية التي ربطت بينهما؛ ولو تسنى له البقاء على قيد الحياة ليكتب هذه التوطئة لأغتنم الفرصة مسرعاً كي يشاطر بَفِت بعض المشاعر الطيبة التي راودته منذ عقود ابتدأت بمعرفته رجلاً نادراً. سطع نجمه الاستثماري فأحال نور والدي عتمة. أحبه والدي حقاً وتشرف بأن تبنّى وورن بعض أفكاره. لقد توفي والدي عام 1996، قبل ثلاثة أشهر تماماً من استلامي رسالة مفاجئة تتساءل عن رغبتي في الكتابة عنه وعن وورن بَفِت؛ وساعدتني هذه التوطئة لأصل وأربط فيما بينهما. وإني لأودّ أن أقدّم لقرّاء كتاب *الاستثمار على طريقة وورن بَفِت* *The Warren Buffett Way* نظرة شخصية جداً عن جزء مهم من تاريخ الاستثمار وكذلك عن بعض الأفكار الخاصة بكيفية استخدام هذا الكتاب الرائع.

هناك القليل مما سأقوله عن السيد بَفِت، لأن ذلك موضوع الكتاب وقد غطاه روبيرت هاغستروم Robert Hagstrom بكياسة ونفاذ بصيرة. ولكن من المعروف جيداً أن لوالدي تأثيراً كبيراً على وورن بَفِت، وأنه ـ كما أبرزه السيد هاغستروم ـ تبَدّى بشكل أكثر تميُّزاً في تفكير بَفِت خلال السنوات الأخيرة. ومع تزايد معرفتهما زاد إعجاب والدي بصفات يتمتع بها وورن بَفِت حيث شعر أنها ضرورية لنجاح الاستثمار ولكنها نادرة بين مديري الاستثمار.

عندما زار بَفِت والدي قبل أربعين سنة ـ في عالم أتيحت له أدوات معلوماتية بدائية مقارنة بما عليه الحال اليوم ـ كانت له طرقه الخاصة في جمع المعلومات؛ حيث أنشأ مُتهادياً على امتداد عقود السنين دائرة من معارفه المبرِّزين في الاستثمار الذين يُكنُّ لهم الاحترام، ويعرفونه جيداً ويفهمون الأمور التي تهمُّه والتي

لاتهمُّه. وقد توصلَّ في ذلك السبيل إلى أنَّ عليه أن يقابل ـ مرة واحدة ـ كل شاب يمتهن الاستثمار. فإن أعجبه فربما التقاه مرة أخرى وأقام علاقة معه. لكنه نادراً ما التقى شخصاً مرتين. يالها من معايير عالية جداً! فالشخص الذي لايحقق العلامة الأعلى «ألِف A» ينال برأيه العلامة الأدنى «ياء»: وإذا حَكم على شخص أخرجه من حياته إلى الأبد بطلقة واحدة على العلاقة بينهما. فالوقت ثمين عنده.

كان وورن بَفِت في شبابه بين الندرة القليلة جداً من الذين تركوا في نفس والدي انطباعاً حسناً في اللقاء الأول وكافياً كي يستحق لقاءً ثانياً ولقاءات عديدة أخرى بعده: كان قاضياً ذكياً في حكمه على الشخصية والمهارة. وهذا أمر غير مألوف بهذه الدرجة! فهو يقيم مسيرته المهنية على الحكم على الناس. وهذه إحدى أفضل خصائصه وسبب رئيس للتأكيد الذي يضعه على الحكم النوعي على إدارة الأعمال عندما يحلل الأسهم. كان يفتخر دائماً بأنه أعطى وورن بَفِت العلامة الأعلى «ألف» قبل أن يحظى بالشهرة والتصفيق اللذين استحقهما بجدارة.

استمرت العلاقة بين الرجلين فترة أطول من هفوات والدي الذي كان يناديه على سبيل الخطأ «هاورد Howard»، وهذه قصة غير عادية لم يُكشف النقاب عنها قطُّ وربما حملت دلالات كثيرة عنهما معاً.

كان والدي ضئيل الجسم، ذا عقل راجح، كأنه يعدو في سباق شديد، لطيفاً عصبي المزاج، متهيجاً في غالب الأحيان. لايشعر بالطمأنينة في ذاته. لكنه أسيرُ العادة إلى حدٍّ بعيد. ويلتزم بتعاويذ دينية يومية على شكل أسئلة وأجوبة لأنها تجعله أكثر أماناً. يحب النوم لأنه يفقده العصبية والشعور بعدم الإطمئنان. وإذا جافاه النوم في الليل ولم يستطع أن يُقلع عن التفكير ـ وهذا أمر غالبُ الحدوث ـ مارس ألعاباً ذهنية ليجلب لعينيه النوم بدلاً من تعداد الغنم. ومن ألعابه استذكار أسماء أعضاء مجلسي النواب والشيوخ وأسماء مناطقهم إلى أن يغفو.

حفظ والدي إسم وورن بَفِت منذ عام 1942 وربطه بمدينة أوماها Omaha مراراً وتكراراً ليلاً ونهاراً. وذلك مدة زادت عن عَقدٍ من السنين. وربط في تفكيره «أوماها» وَ«بَفِت» وَ «هاوَرد» في سلسلة واحدة قبل أن يقابل وورن بَفِت بوقت طويل:

إذ مَرَّ عَقدان آخران مع استمرار وورن في مسيرته المهنية وارتفاع نجمه قبل أن يتمكن والدي من الفصل بين بَفِت وَ أوماها من ناحية وَبين هاوَرد من ناحية ثانية. أثار هذا الأمر قلق والدي لأنه كان مُغرماً بوورن بَفِت. ويُقدِّر العلاقة التي تربطه به، وَعرف مَن هو وورن بَفِت. لكنه استخدم في الحديث العادي عبارة «الشاب الألمَعيّ هاوَرد بَفِت من أوماها». إلا أن صعوبة التخلص من ذلك الوصف تزايدت مع استمراره باستخدامها. فالرجل أسير العادة يُثير الغيظ بحكم العادة.

كان والدي يُمضي فترة طويلة من صباح يوم اللقاء في استحفاظ الفصل بين «وورن» وَ«هاوَرد»: ومع ذلك كان اسم هاوَرد يتفلَّت منه. فلا يُبدي وورن أية إشارة حين ينتبه ولا يُصححه. واستمرت هذه الحال خلال سبعينيات القرن العشرين؛ لكن والدي نجح بحلول الثمانينيات في التطهّر من كلمة «هاوَرد» عندما يشير إلى بَفِت، فتملَّكه الفخر بترك هذه الكلمة وراء ظهره وإلى الأبد. وبعد سنوات سألته عما إذا كان قد شـرح هذا الأمر لِوورن فردَّ بالنفي. وعلَّله بأن ذلك ضايقه إلى حدٍّ كبير.

استمرت العلاقة بينهما لأنها قامت على أساس متين جداً. وإني لأظن أن إحدى نويّاتها هي المشاركة في فلسفة الارتباط بالناس على أساس الأمانة والمهارة. عندما يقول السيد بَفِت: «لانقول للهدّافين المتميرين بدقة مقدارها 400% كيف يسدُّدون ضربتهم» مشيراً إلى عدم لقائه مديري شركة بيركشَير هاثاويه: فإنه يقتبس هذا القول من كتاب ألعاب فيل فيشر Phil Fisher . عليك بالإرتباط بأحسن الناس، وإياك أن تخطئ في هذا المجال، ولا تقولنَّ لهم أبداً مايجب عليهم فعله.

كان والدي على مرِّ السنين شديد التأثر بكيفية تطور السيد بَفِت الذي أصبح مستثمراً دون أن يعرِّض جوهر مبادئه للشبهة: وينجز بشكل جيد في كل عقد من الزمان أشياء لم تخطر على بال أحد، كما يبيِّن ذلك ماضيه. ففي مجال الاستثمار الاحترافي يتعلم كثيرٌ من الناس المهنةَ عن طريق إحدى وسائل الاستثمار، ولايحيدون عنها بعدئذ. فيشترون أسهما تكون نسبة سعر السهم الواحد مقسوماً

على صافي أرباح الشركة السنوية متدنية أو يكون لها اسم فني عظيم أو غير ذلك، ويرسّخون مهنتهم ولا يتغيَّرون أبداً. إلا قليلاً منهم وبصورة هامشية فقط. لكن وورن بَفِت يتخذ في المقابل أساليب جديدة على الدوام عقداً من السنين بعد عقد، حيث يستحيل على أحد أن يتنبأ بما سيفعل بعدئذ. وما كان لك أن تتنبأ بتركيزه في سبعينيات القرن العشرين على شراء امتيازات، مبتعداً بذلك عن طريقته الأصلية في التركيز على الأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية، أو تركيزه في ثمانينياته على المنتجات الاستهلاكية بأسعار تزيد نسبة سعر السهم منها مقسوماً على صافي أرباح الشركة السنوية عن المعدلات السائدة في السوق وعما كانت عليه في أساليبه السابقة. إن قدرته على التغيُّر ـ والتغير بنجاح أيضاً ـ يمْكن أن يكونا موضوعين لكتاب مستقل. وعندما يحاول كثير من الناس أن يفعلوا مايفعل يخفقون. ولكنه لم يخفق لأنه ـ برأي والدي ـ لم يفقد بصيرته في معرفة نفسه التي ظل صادقاً معها.

لم يكن والدي يبعد مدة طويلة عن مقطوعة رُدْيارد كيبلينغ Rudyard Kipling الشعرية المشهورة: «إذا ...»، فهي على الدوام قريبة منه؛ في مكتبه، وإلى جانب مُقامه الليلي، وفي خلوته. وقد دأب على قراءتها مرات ومرات واستشهد لي بأبيات منها في كثير من الأحيان. وأنا اليوم أستبقيها بجانب مكتبي كي أشعر أنه قريب مني. كان يشوبه القـــلق وعدم الطمأنينة، وهذا لاينفي كونه غير هيّاب ولا وَجِل: لذا فإنه يأمرك ـ بطريقة كيبلينغ ـ بالشجاعة في مسيرتك المهنية واستثماراتك، وألا تكون قاسياً على نفسك، وأن تأخذ بانتقادات الآخرين الموجهة إليك دون أن تعُدَّها أحكاماً عليك، وأن تتحدى نفسك، ولكن لاتقسو بحكمك عليها سلباً أو إيجاباً، وأن تجبرها على إعادة الكرَّة إن رأيت أنك أخفقت، ويلح عليك بالمضي قدُماً نحو الأمر التالي دونما تردُّد.

هذا هو الجزء الذي نال القسط الأكبر من إعجاب والدي بالسيد بَفِت: براعته في الوفاء الدائم لماضيه وَللقيم التي يتمتع بها، وإنجاز الأمر التالي والمضي قدُماً غير هيّاب فخوراً راضياً متحرّراً من قيود الماضي التي تثبِّط العزائم. ويرى والدي في بَفِت تجسيداً لبعض خصائص كيبلينغ الخالدة.

ولسوء الحظ فلابُدَّ من وجود فئة ضئيلة صغيرة فاضلة في المجتمع وعدد كبير جداً من الحاسدين الأوغاد ذوي العقول الصغيرة المُصِلّين الذين لايستطيعون خطَّ حياة لأنفسهم، بل يحبون قذف الآخرين بالسوء ، واتهامهم بما ليس فيهم، فيسبِّبون لهم الآلام بدل المَسرّات. وفي الوقت الذي توشك فيه المسيرة العملية الناجحة على الانتهاء، يلحق السوء الذي لاأساس له كل امرئ حقق إنجازاً . ولا يدَّخر أولئك وسعاً في انتهاز كل فرصة تحقق أغراضهم الدنيئة. وكان والدي القلِق يتوقع أثر هذا الخلُق الذميم على الناس جميعهم، وهو منهم، ويأمل ألا تصيب سهام السوء أحداً من الذين يُعجَب بهم، وأن يصمدوا ـ على منهج كيبلينغ ـ في وجهه حينما يُقذَف عليهم، وألا ينظروا إلى الافتراءات وكأنها قضاء محتوم: ذلك أن عليك أن تنظر دائماً بعيني كيبلينغ!

لقد استطاع וורن بَفِت ـ خلال مسيرة مهنية امتدت فترة أطول من مسيرة الآخرين ـ أن يبرِّئ نفسه أكثر من غيره حين قذِف ببعض السوء الذي لم يصل إليه، وهذه آية حقيقية وتبعث السرور في نفسك من كيبلينغ وَوالدي. وذلك بسبب القيم التي يتمتع بها السيد بَفِت: فهو على علم تام بذاته وإلى أي هدف يسير، ولا تؤرِّقه مصلحته الخاصة التي تؤثر سلباً على مبادئه، وتؤدي به إلى سلوك يثير الإعجاب. لم يكن ثمة سوء يُلقى عليه: فخرج سالماً. ذلك هو الجزء الأسمى في وورن بَفِت. فعليك أن تحاول مضاهاته، واعرف ذاتك.

إني أكتب هذه التوطئة لأقترح عليك الطريقة التي تتناول فيها هذا الكتاب. لقد سألني الناس خلال مسيرتي المهنية لماذا لاأسلك سبيل والدي ـ أو سبيل السيد بَفِت ـ في كثير من أفعالي، والجواب بسيط إنني أنا، ولست أياً منهما! ويجب عليَّ أن أستخدم مناقبي الخاصة، فأنا لا أتمتع بذكاء والدي في الحكم على الناس، ولا بعبقرية بَفِت.

من المهم أن تستخدم هذا الكتاب كي تتعلم منه، ولكن لاتستخدمه لتكون مثل وورن بَفِت، فلن تكون هو، وإذا حاولت عانيت الأمرَّين. استخدم هذا الكتاب حتى تفهم أفكار بَفِت، فتأخذها وتضمَّها إلى الأسلوب الاستثماري الذي اتخذته لنفسك،

ذلك أن العظمة لاتصنعها أفكارك أنت. والأفكار الثاقبة التي يزخر بها هذا الكتاب تصبح مُجدِيَة إلا إذا استوعبتها وأدخلتها في ذاتك بدلاً من محاولة تكييف ذاتك كي تتلاءم معها. (فالذات المكيَّفة مستثمرٌ مهلهل مالم تتكيّف بالشكل الطبيعي). وبصرف النظر عن هذا وذاك، فإني أضمن لك عدم فلاحك في أن تكون وورن بَفِت مهما حاولت واجتهدت وقرأت. وعليك أن تكون أنت كما أنت.

هذا هو الدرس الأعظم الذي تعلمته من والدي ـ فهو حقاً أستاذ عظيم على مستويات كثيرة ـ الا أكون هو أو أي شخص آخر بل أفضل شخص أستطيع أن أكونه، والا أتخلى عن محاولاتي في التطوّر. ما الدرس الذي يمكنك إدراكه من وورن بَفِت؟ أن تتعلم منه دون أن تحدوك الرغبة بأن تماثله. فإذا كنت قارئاً شاباً كان الدرس الاستثماري الأعظم هو أن تجد ذاتك. وإن كنت عجوزاً فالدرس الأعظم هو أنك أكثر شباباً مما تظن. وأنت فعلاً كذلك، وأن عليك أن تتصرف بموجب هذا الشعور. وهذه نعمة نادرة. وإن تعذر عليك ذلك فلن يكون بمقدور السيد بَفِت أن يطوّر بشكل فعال أناساً تجاوز معظمهم سن التقاعد. انظر إلى وورن بَفِت أستاذاً لامثلاً أعلى. ولتنظر إلى هذا الكتاب من زاوية واحدة لاثاني لها، هي تفسيرُ مافيه على أفضل الوجوه وبشكل يمكن التعبير عنه، وتعلمُه بسهولة، إذ يمكنك أن تتعلم كمّاً هائلاً من هذا الكتاب يكون لك أساساً لتطوير فلسفتك الاستثمارية الخاصة الناجحة.

كينيث ل. فيشر



المستثمر الأعظم في العالم

يُصدِر ناشرو مجلة فوربس *Forbes* في كل عام أسماء أغنى أربعمئة شخص من الأمريكيين تحت اسم نخبة فوربس الأربعمئة. وهذه الأسماء تظهر على اللائحة وتختفي بين سنة وأخرى، مع التغيير الحاصل في ظروف أصحابها الشخصية وازدهار المهن التي يتعاطونها واضمحلالها. لكن بعض الأسماء تبقى صامدة. وبَين الأسماء التي تتصدَّر اللائحة سنة تلو أخرى يلمع بعض أصحاب مليارات المليارات الذين ترتبط ثرواتهم بأحد المنتجات (برمجيات الحاسوب أو عتاده) أو بخدمة (البيع بالتجزئة) أو بأبوَّة محظوظة (إرث). ومن الذين يحتلون المقامات الخمسة الأولى على مر السنين واحد فقط اكتسب ثروته من خلال الاستثمار بذكاء، هو وورن بَفِت Warren Buffett.

في مطلع تسعينيات القرن العشرين احتل بَفِت المقام الأول، ثم تأرجح في السنوات التالية بين المقامين الأول والثاني مع شاب اسمه بيل غيتس Bill Gates. وحتى حين ظهرت شركات دوت ـ كوم المجنونة في لائحة عام 2000، حيث تمثلت الكثير من الثروات في فوربس 400 من خلال نمو التكنولوجيا الخارق للعادة، كان بَفِت ـ الذي يتجنب ساخراً كل شيء عالي التقنية ـ يشغل المقام الرابع فيها. وما زال الشخص الوحيد في المقامات الخمسة الأولى الذين يُشار إلى «سوق الأوراق المالية» في عمود «مصادر ثرواتهم». غير أنه عاد عام 2004 بكل صلابة ليحتل المقام الثاني.

انطلق بَفِت عبر شركة بمبلغ مئة دولار عام 1956، وبعد ثلاث عشرة سنة جنى 25 مليون دولار، و تزايدت ثروته الشخصية الصافية فبلغت عند كتابة هذا الكتاب (منتصف عام 2004) 42,9 مليار دولار، وبيع السهم في شركته بمبلغ 92,900 دولار، وراح ملايين المستثمرين في أنحاء المعمورة يتعلقون بكل كلمة يتفوه بها.

وكي نتمكن من تثمين وورن بَفِت بشكل كامل يجب علينا أن ننطلق إلى ماوراء الدولارات؛ إلى أوسمة الأداء والشهرة.

البدايات الاستثمارية

ولِد وورن بَفِت في الثلاثين من آب / أغسطس عام 1930 بمدينة أوماها Omaha في نبراسكا Nebraska، حيث امتلك جده بقالية (استخدَم فيها ذات يوم الشاب تشارلي مُنغر Charlie Munger). وكان أبوه سمسار أسهم، وأولِعَ الطفل وورن بَفِت بالأرقام على الدوام، وتمكن بسهولة من إجراء العمليات الحسابية المعقدة ذهنياً، وفي الثامنة بدأ يقرأ كتب والده التي تدور حول سوق الأوراق المالية، وفي الحادية عشرة بدأ يكتب على لوحة الأسعار في دار السمسرة التي يعمل فيها والده. انقضت طفولته الأولى في مخاطرات تجارية، وحقق فيها من النجاح ماجعله يُبَلِّغ والده برغبته في التخلي عن الالتحاق بالجامعة والنزول مباشرة إلى سوق العمل، لكنه غُلِب على أمره.

التحق بَفِت بكلية إدارة الأعمال في جامعة نبراسكا، حيث قرأ كتاباً جديداً عن الاستثمار من مؤلفات بنيامين غراهام Benjamin Graham، الأستاذ الجامعي في جامعة كولومبيا، بعنوان *المستثمِر الذكي The Intelligent Investor* فأعجب كثيراً بأفكاره لدرجة جعلته يتقدم بطلب إلى هذه الكلية ليدرس مباشرة على يديه، وزامله في الصف نفسه بيل روُين Bill Ruane الرئيس الحالي لمجلس إدارة صندوق سيكويا الاستثماري Sequoia Fund والذي يتذكر تمازجاً فكرياً متناغماً بين غراهام وَ بَفِت، ويرى أن بقية طلاب الصف لم يكونوا سوى متفرجين.[1]

لم يمض وقت طويل على تخرّج بَفِت من جامعة كولومبيا بعد أن حاز الماجستير في الاقتصاد حين دعاه غراهام للالتحاق بشركة غراهام ـ نيومان Graham-Newman التي يملكها. فانهمك خلال خدمته التي امتدت سنتين فيها يعمل مستشارَه الاستثماري الأمين: (وللاطلاع بصورة مفصلة على فلسفة غراهام يرجى العودة إلى الفصل الثاني).

تفككت شركة غراهام ـ نيومان عام 1956 حين قرر غراهام ـ الذي بلغ حينذاك الحادية والستين من عمره ـ الخلود إلى التقاعد. فعاد بَفِت إلى أوماها، وأنشأ شركة استثمارية محدودة متسلحاً بالمعرفة التي اكتسبها من غراهام، وبالخلفية المالية من أسرته وأصدقائه والدولارات المئة التي امتلكها في جيبه، وكان حينذاك في الخامسة والعشرين.

شركة بفِت المحدودة

إنطلقت الشركة بشركائها المحدودين السبعة الذين ساهموا مجتمعين بمبلغ 105,000 دولار، ونالوا 6% سنوياً لقاء استثماراتهم و75% من الأرباح زيادة على هذا المؤشر الاستثماري، أما الباقي فكان من نصيب بَفِت الذي تمتع ـ بصفته الشريك المُنتدب للإدارة ـ بالحرية المطلقة في استثمار أموال الشركة.

وخلال السنوات الثلاث عشرة اللاحقة جمع بَفِت أموالاً بلغت نسبتها المركبة السنوية 29,5% [2]، ولم يكن ذلك بالأمر السهل. ورغم أن المتوسط الصناعي على مؤشر داو جونز Dow Jones انخفض خمس سنوات خلال السنوات الثلاث عشرة، إلا أن شركته لم تسجل سنةَ انخفاضٍ واحدةً. إذ انطلق بهدَفٍ طموح، هو التفوق على مؤشر داو جونز بعشر نقاط في السنة. ولم يحقق ذلك بعشر فقط بل باثنتين وعشرين!.

انهالت على بَفِت، مع تزايد شهرته، طلبات المزيد من الناس لإدارة أموالهم، فاشترى لصالح شركته حصصاً مُهيمِنة في العديد من الشركات المطروحة أوراقها المالية للاكتتاب العام والتداول في السوق وفي الشركات الخاصة أيضاً:

وبدأ عام 1962 بشراء أسهم في شركة نسيج متعثرة اسمها بيركشَير هاثاويه Berkshire Hathaway. وفي السنة ذاتها: 1962، نقل بَفِت مكتب الشركة من منزله إلى كيويت بلازا Kiewit Plaza في أوماها Omaha حيث هي اليوم، وأنجز في السنة التالية عملية شراء مذهلة.

شهدت شركة أمِريكان إكسبرس American Express فساداً بسبب فضيحة، تورّط فيها أحد زبائنها. فانهار سعر سهمها بين عشية وضحاها من 65 دولاراً إلى 35. أتقن بَفِت الدرس الذي تعلمه من بن غراهام Ben Graham: تصرفْ بحزمٍ حين تباع أسهم شركة قوية بأقل من قيمتها الذاتية، وعندئذٍ اتخذ بَفِت القرار الشجاع بتوظيف 40% من أصول شركته ـ أي 13 مليون دولار ـ في أسهمها، وخلال السنتين التاليتين تضاعف سعر السهم ثلاث مرات. وبلغت أرباح الشركاء الصافية عشرين مليون دولار. فكان ذلك أسلوب غراهام المحض! وأسلوب بَفِت أيضاً.

تزايدت أصول شركته الاستثمارية بحلول عام 1965، فبلغت 26 مليون دولار، وبعد أربع سنوات قرر إيقافها، وفسَّر ذلك بميل السوق إلى المضاربات وبندرة الأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية المثيرة للاهتمام.

وعندما انفكت عرى الشركة تسلم المستثمرون حصصاً متناسبة مع ملكياتهم، واتجه بعضهم ـ بناء على وصية بَفِت ـ إلى زميل صفه القديم بيل رُوين في جامعة كولومبيا، ليدير أموالهم، فوافق الأخير، وبذلك خرج صندوق سيكويا الاستثماري Sequoia Fund إلى النور. أما بعضهم الآخر ـ ومنهم بَفِت نفسه ـ فاستثمروا عوائدهم في شركة بيركشَير هاثاويه، وعندئذ زادت حصته فيها إلى 25 مليون دولار، واستطاع بذلك أن يحقق الهيمنة عليها.

إن ما فعله بَفِت لهذه الشركة مشهور في عالم الاستثمار، وحتى الذين يملكون حصة عارضة في سوق الأوراق المالية يحترمون اسمه ويعرفون شيئاً عن نجاحه المذهل. ولسوف نتابع في الفصول التالية المسار الذي سلكته شركة بيركشَير

هاثاويه في السنوات الأربعين التي أمسك خلالها بزمامها. ولعل من المهم أن نلقي نظرة على ماتحت السطح فنكشف النقاب عن الفلسفة الرشيدة التي أقام نجاحه عليها.

الرجل وشركته

وورن بَفِت رجل يصعب وصفه. فهو من الناحية الجسدية لايثير الملاحظة وتحمل نظراته سِمات الجُدود، ويتمتع بتفكير عبقري، ومع ذلك فإن علاقته الهنيَّة مع الناس غير معقدة، فهو بسيط مستقيم صريح أمين، ويُبدي تمازجاً لافتاً للنظر، بين البديهة الجافة المعقدة والمرح الصبياني، ويتملكه تقدير عميق لكل أمر منطقي وكراهية مجنونة لكل حماقة. ويعتنق البساطة ويتجنب التعقيد.

عندما تستعرض تقرير شركة بيركشيَر هاثاويه السنوي تذهلك البساطة التي يقتبسها بَفِت من الإنجيل أو من جون مينارد كينز John Maynard Keynes أو من ميه ويست Mae West، وكل تقرير يضم ستين إلى سبعين صفحة مليئة بالمعلومات المكثفة، ليس فيها صور ملونة أو خطوط بيانية أو بيانات مصورة، والحَرْفيون الذين يبدؤون بالصفحة الأولى ويتابعون القراءة، وهي الكلمة التي تعبّر عن ظاهر هذه العملية، دون توقف يكافؤون بجرعة ثمينة من الذكاء المالي والمرح الساذج والأمانة والشجاعة، ذلك أن بَفِت صريح في تقاريره، ويركِّز على جوانب النجاح والإخفاق في أعمال الشركة، ويعتقد أن المساهمين هم الذين يملكون الشركة فيقدم لهم الأخبار التي يريد أن يعرفها لو حلَّ محلهم.

حين هَيْمَن وورن بَفِت على شركة بيركشيَر هاثاويه، بلغت قيمتها الصافية بعد تنزيل الأعباء والمطاليب 22 مليون دولار، وبعد أربعين سنة تزايدت حتى أضحت 69 مليار دولار. كان هدفه طويل الأمد زيادة قيمتها الدفترية بنسبة 15% سنوياً، وهي أعلى بشكل جيد من وسطي العائد الذي حققته الشركات الأمريكية. لقد تعاظم الربح كثيراً منذ أن هيمن عليها عام 1964، فنمت قيمة السهم الدفترية من 19 دولاراً إلى 50,498 وبنسبة سنوية مركبة بلغت 22.2%.

وهذا الأداء النسبي هو المذهل حين ترى أنها تخضع للغرامات من جهتي الضرائب على الدخل وعلى الأرباح الرأسمالية معاً. وأن عوائد شركات مؤشر ستاندرد أند بورز Standard & Poor's 500 تحتسَب قبل الضريبة.

الجدول رقم 1/1

أداء شركة بيركشير مقابل مؤشر ستاندرد أند بورز 500

النسبة المئوية للتغيير السنوي

السنة	في قيمة السهم الدفترية للشركة (1)	في مؤشر ستاندرد أند بورز 500 مع عائد السهم من الأرباح (2)	النتائج النسبية (1)-(2)
1965	23,8	10,0	13,8
1966	20,3	(11,7)	32,0
1967	11,0	30,9	(19,9)
1968	19,0	11,0	8,0
1969	16,2	(8,4)	24,6
1970	12,0	3,9	8,1
1971	16,4	14,6	1,8
1972	21,7	18,9	2,8
1973	4,7	(14,8)	19,5
1974	5,5	(26,4)	31,9
1975	21,9	37,2	(15,3)
1976	59,3	23,6	35,7
1977	31,9	(7,4)	39,3
1978	24,0	6,4	17,6
1979	35,7	18,2	17,5
1980	19,3	32,3	(13,0)
1981	31,4	(5,0)	36,4

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثويه لعام 2003 .

ملاحظات: البيانات عن السنوات مع الاستثناءات التالية: 1965 و 1966، السنة المنتهية في 1967/9/30، و 15 شهراً تنتهي في 12/31 .

استدعت قواعد المحاسبة السنوية قيام شركات التأمين بدءاً من سنة 1979 بتقييم الأسهم العادية والممتازة التي تملكها وفق أسعار السوق، وليس كما كانت القاعدة حسب أدنى السعرين- سعر الشراء أو سعر السوق الجاري. أعيد في هذا الجدول التصريح عن نتائج شركة بيركشير خلال عام 1978 لكي تتطابق مع القواعد التي تم تغييرها، أما في النواحي الأخرى فإن النتائج حُسبت باستخدام الأرقام التي تم الإفصاح عنها أصلاً.

تُحتسب أرقام مؤشر ستاندرد اند بورز 500 قبل الضريبة أما أرقام شركة بيركشير فتحتسب بعدها، ولو توجب على شركة مثل بيركشير أن تمتلك مؤشر ستاندرد اند بورز 500 واستحقت عليها الضرائب المناسبة لكانت نتائجها أدنى من هذا المؤشر في السنوات التي يُظهر فيها عائداً إيجابياً، ولتجاوزته في السنوات التي يُظهر فيها عائداً سلبياً، ولأدّت التكاليف الضريبية مع مرور الوقت الى زيادة كبيرة في الفرق بين المبالغ التي أصبحت متدنيةً لهذا السبب.

تابع الجدول رقم 1/1
أداء شركة بيركشير مقابل مؤشر ستاندرد اند بورز 500

السنة	النسبة المئوية للتغيير السنوي في قيمة السهم الدفترية للشركة (1)	في مؤشر ستاندرد اند بورز 500مع عائد السهم من الأرباح (2)	النتائج النسبية (1)-(2)
1982	40,0	21,4	18.6
1983	32,3	22,4	9,9
1984	13,6	6,1	7,5
1985	48,2	31,6	16,6
1986	26,1	18,6	7,5
1987	19,5	5,1	14,4
1988	20,1	16,6	3,5
1989	44,4	31,7	12,7
1990	7.4	(3,1)	10,5
1991	39,6	30,5	9,1
1992	20,3	7,6	12,7
1993	14,3	10,1	4,2
1994	13,9	1,3	12,6
1995	43,1	37,6	5,5
1996	31,8	23,0	8,8
1997	34,1	33,4	0,7
1998	48,3	28,6	19,7
1999	0,5	21,0	(20,5)
2000	6,5	(9,1)	15,6
2001	(6,2)	(11,9)	5,7
2002	10,0	(22,1)	32,1
2003	21,0	28.7	(7,7)
وسطي الأرباح السنوية 2003/1965	22.2	10.4	11.8
إجمالي الأرباح 2003-1964	259.485	4.743	

إذا نظرنا إلى عائدات شركة بيركشيَر، سنة بعد سنة، وجدنا أنها متقلبة جداً في بعض الأحيان، وأن التغييرات في سوق الأسهم وبالتالي الأسهم ذات القيمة المتدنية التي تمتلكها الشركة خلقت تذبذبات كبيرة في قيمة السهم الإفرادية (انظر الجدول 1/1).

يجب علينا أن نقارن بين نتائج عامي 1998 و 1999 حتى نستطيع أن نقدّر تقلبات العائدات: ففي عام 1998 تزايدت قيمة شركة بيركشيَر بأكثر من 48%، ثم تدنت هذه الزيادة عام 1999 إلى نسبة تافهة بلغت 0,5%. ومع ذلك فإن مؤشر ستاندرد أند بورز 500 ازداد بنسبة 21%. وهناك عاملان متعلقان بهذا الأمر: تدني عائدات بيركشيَر في مجال المنتجات الاستهلاكية غير المستدامة (مثل شركتي كوكا كولا وجيليت). وتعاظم الزيادة على مؤشر ستاندرد أند بورز 500 بسبب الأداء المتميز لأسهم شركات التكنولوجيا التي لاتمتلك شركة بيركشيَر منها شيئاً.

اعترف بَفِت في تقرير الشركة السنوي عن عام 1999 ـ بصراحته المعهودة التي اشتهر بها ـ بأن «الارتفاع الكبير فوق مؤشر (ستاندرد أند بورز 500) أمر أصبح من الماضي»[5]. وتنبأ مع ذلك أن يكون أداء الشركة مع الزمن أفضل «بتواضع» من نظيره على هذا المؤشر، وقد تحقق ذلك خلال السنوات الثلاث التالية. ورغم أن عام 2003 كان عصيباً بالنسبة للشركة، إلا أن قيمتها الدفترية ازدادت بنسبة 21%، لكن الزيادة على هذا المؤشر كانت أعلى.

بفِت اليوم

لاحظ كثيرون أن نشاط بَفِت في سوق الأوراق المالية تضاءل عما كان عليه في ثمانينيات القرن العشرين وأوائل تسعينياته، مع انقضاء معظم السنوات الأخيرة التي ابتدأت في أواخر تلك التسعينيات. وتساءلوا عما إذا كان قد تساوى بذلك مع السوق، ولكن غيرهم ظنوا أن الحاجة إلى مشتريات جديدة كبيرة من الأسهم العادية يعني أن صنف الأسهم الذي يحب أن يشتريه لايباع بأسعار جذابة، ليس إلا.

نحن نعلم أن بَفِت يفضل شراء «الأشياء اليقينية مترافقة بحسم»، ويمكن التنبؤ «باليقينية» من خلال قابلية استشفاف أمور الشركة الاقتصادية، ذلك أن زيادة قابلية التنبؤ بهذه الأمور تزيد من يقينيّتنا بقيمة الشركة. عندما ننظر في قائمة الأسهم التي يمتلكها بَفِت وفي الشركات التي تعود ملكيتها الكاملة إلى شركة بيركشيَر، تذهلنا الدرجة العالية من درجة التنبؤ التي يعكسها هذا الأمر. وهنا يشير الجزء الخاص «بالحسم» من البيان بوضوح إلى سعر السهم.

نستطيع أن نستنتج أن إحجام بَفِت عن الشراء يعكس ندرة الخيارات في هذا المجال. لأننا نعرف أنه يحب أن يشتري الشركات ـ التي تكون القدرة على التنبؤ بأمورها الاقتصادية عالية ـ بأسعار أقل من قيمتها الذاتية: وإنني متأكد من أنه سيضيف المزيد من الأسهم إلى محفظة بيركشيَر الاستثمارية لو أن شركات كوكا كولا أو جيليت أو المماثلة لهما بيعت اليوم بنصف السعر.

نحن أيضاً نعرف مبدأ بَفِت في العمل ضمن «دائرة كفاءته» فقط. فعليك أن ترى أن هذه الدائرة هي التاريخ التراكمي لخبرتك. ولو أن أحداً نجح في تشغيل شركة ما في إحدى الصناعات عقداً من السنين أو أكثر لقلنا إنه حقق مستوى عالياً من الكفاءة في الوظيفة الملقاة على عاتقه.

ولو أن شخصاً آخر يتمتع بخبرة سنين قليلة في تشغيل عمل جديد لتساءلنا بشكل منطقي عن مستوى كفاءته. لعلَّ بَفِت يرى من خلال تفكيره المُتبصِّر أن خبرته العملية في دراسة وتشغيل الأعمال التي تضمها محفظة أوراق بيركشيَر الاستثمارية تشكل حاجزاً كبيراً أمام الكفاءة، حيث يصبح من الصعب التوصل إلى مستوى مماثلٍ من النظرة المُتبصِّرة في صناعة جديدة.

وربما واجه بَفِت معضلة لهذا السبب، فهو يدرك ـ ضمن دائرة كفاءته ـ أن الأسهم التي يحب أن يشتريها غير مطروحة بسعر محسوم في الوقت الراهن، وأما خارجها فينبغي أن تحقق الأعمال سريعة النمو التي تنشأ في الصناعات الجديدة مستوى عالٍ من اليقينيّة الاقتصادية التي ينشدها. وهذا التحليل ـ إذا

صحٌ ـ يفسّر سبب عدم وجود مشتريات كبيرة من الأسهم العادية المطروحة خلال السنوات القليلة الماضية.

ومن الحماقة أن نظن أن الخيارات الاستثمارية قد انعدمت أمام وورن بَفِت لقلّة أطباق مائدة الأسهم المطروحة. فمن المؤكد أنه كان يبذل في سوق الدخل الثابت أنشطةً منها شراء مجموعة كبيرة هامة من الأسهم عالية المردود عام 2002. فهو المُتيقظ أيضاً أمام الفرصة السانحة للمُرابَحة، وقد لاتكون أسواق هذه المرابحة مثمرة ـ كعهدِها ـ إذا أخذنا بعين الاعتبار مبلغ رأس المال المطلوب استثماره من أجل توليد عوائد مُجزية.

هذا، ويجب ألا يشعر المساهمون في شركة بيركشيَر هاثاويه أن الفرص انعدمت أمامهم، فهم في غالب الأحيان ينسون واحداً من أهم المبادئ المتعلقة بصاحب العمل والذي يلخصه بَفِت في كل تقرير سنوي، هو المبدأ الرابع الذي يقول: «يجب أن نتمكن من تحقيق هدفنا {في رفع المعدل الوسطي لأرباحنا السنوية الناتجة عن القيمة الذاتية} من خلال التملك المباشر لمجموعة متنوعة من الأعمال التي تولِّد أموالاً نقدية وتستمر في تحقيق أرباح أعلى من مُعدَّل العوائد على رأس المال. وخيارنا الثاني هو تملك أجزاء من أعمال مماثلة يتم التوصل إليها بالدرجة الأولى بشراء أسهم عادية قابلة للتسويق».

ترسَّخ الشعور الاقتصادي في أوائل عمر شركة بيركشيَر بامتلاك الأسهم العادية، لكن استراتيجية شراء أعمال برُمَّتها ـ وهي التي تمثل التفضيل المعلَن من قبل بَفِت ـ برزت في الوقت الراهن إلى الواجهة مع ارتفاع أسعار الأسهم العادية بشكل مثير وتكاثر القوة الشرائية لأرباح بيركشيَر المُحتجزة كالفطر.

هناك عامل شخصي يتحلى به بَفِت أيضاً. فهو ـ كما علمنا ـ يستمتع كثيراً بعلاقته مع مديريه العاملين في تشغيل الأعمال، ويفخر بلا حدود بالشركات العاملة المنضوية تحت لواء شركة بيركشيَر، وفي المقابل نجد القلق النفسي يساوره لأنه مساهم بالشركات التي تطرَح أوراقها المالية للتداول في ظل

الإصدارات الخاصة بتعويض المديرين والجدل بشأن استراتيجيات الاستثمار الرأسمالي التي تصاحب تملك الشركة، والذي قد يقلل بدوره من استهوائه للوضع الذي يتمتع به المساهمُ مقارنة بما كان عليه من قبل. لماذا يختار بَفِت تحمُّل سطوَة الإخفاق التام المترافق رغم أنه مستثمر رئيس إذا لم تكن الأمور الاقتصادية مثيرة للانتباه؟

النشاط الوحيد الذي أقتحمه بَفِت في تشغيل شركات بيركشيَر هو تحديد تعويض المديرين وتخصيص الأرباح. وهذه قرارات تتميز بعقلانية كبيرة في عالم بيركشيَر. أما خارجه في سوق الأوراق المالية فلا تنعكس العقلانية دائماً في قرارات الإدارة بشأن تعويض المديرين وإعادة تخصيص رأس المال.

ماذا يعني هذا الكلام بنظر المستثمرين العاديين؟ هل يتوجب عليهم الانسحاب التلقائي أيضاً لأن بَفِت غير معنيّ بصورة «نشطة» في سوق الأوراق المالية؟ إنّ استراتيجيته البديلة هي شراء أعمال برُمّتها ـ وهو خيار لاتطاله أيدي الكثير من المستثمرين ـ فماذا يفعلون؟

يبدو أن هناك خيارين واضحين: أولهما الاستثمار في شركة بيركشيَر هاثاويه وبذلك يشاركون في اقتصاديات الأعمال المطروحة للتداول. وثانيهما اتباع أسلوب بَفِت في الاستثمار وتوسيع دائرة كفاءاتهم عبر الدراسة المُتعمِّقة لأنماط العمل في الشـركات المشاركة في مراتع الاقتصاد الجديد والمُضيّ قدُماً في تلك السبيل.

أعتقد أن المبادئ الجوهرية التي قادت قرارات بَفِت هذه الفترة الطويلة ليست موضع شبهة وأنها مازالت تحمل فرصاً للمستثمرين الواعين كي يتجاوزوا بأدائهم مؤشر ستاندرد أند بورز 500. ذلك إن تقديم هذه المبادئ بطريقة تمَكّن المستثمرين المتفكرين من فهمها واستخدامها هو الهدف من هذا الكتاب.

●●●



تحصيل وورن بفِت العلمي

لايتمكن سوى حفنة من الناس من مُجاراة سجل وورن بَفِت الاستثماري. ولايستطيع أحد أن يعلو فوقه، حيث استمر بنجاح لايُضاهى في مسلك راسخ خلال أربعة عقود من تقلبات السوق صعوداً وهبوطاً، بإنجازٍ يخطف الأبصار حتى في الأوقات المناوئة كثيراً له. ومع ذلك فقد حقق الغلبة المرة تلو المرة على غيره من الذين سَجَّلت لهم مآثرُهم نجوميّةً مؤقتةً كالشرارة في وضح النهار، وهو ينظر مبتسماً ويتابع مسيرته.

كيف توصل وورن بَفِت إلى هذه الفلسفة الاستثمارية؟ مَن الذين أثروا بتفكيره، وكيف جسَّد من تعاليمهم أفعالاً؟ ولنطرح السؤال بوجه آخر: كيف برزت هذه العبقرية على وجه الخصوص بهذا الاختلاف؟

أسلوب وورن بَفِت الاستثماري يخصه وحده بانفراد. ومع ذلك فهو يقوم على أساس صَلب من فلسفاتٍ استمِدَّت من أربع شخصيات بارزة: بنيامين غراهام Benjamin Graham وَ فيليب فيشر Philip Fisher وَ جون بَر ويليامز John Burr Williams وَ تشارلز مُنغر Charles Munger. وإليهم مجتمعين يعود الفضل في تكوين ثقافته المالية بجانبيها المنهجي واللامنهجي، وهم معلمون بالمعنى التقليدي إلا الرابع فهو شريكه وتوأم روحه وصديقه. ولهم جميعاً تأثير على تفكيره، وكذلك لديهم الكثير مما يقدمونه لمستثمري هذه الأيام أيضاً.

بنيامين غراهام *Benjamin Graham*

يُعدُّ غراهام عميد التحليل المالي. وقد مُنح هذا التمييز لأنه «لم يكن لمهنة (التحليل المالي) كيان قبله، وأطلِقت عليها هذه التسمية بعده»[1]. أما كتاباه (*تحليل الأوراق المالية Security Analysis*) بالمشاركة مع ديفيد دود David Dodd ـ الصادر أصلاً عام 1934 ـ وَ (*المستثمر الذكي The Intelligent Investor*) المنشور أول مرة عام 1949، فهما أعظم مؤلفاته حُظوَة.

ظهر كتاب *تحليل الأوراق المالية* قبل بضع سنوات من انهيار سوق الأسهم عام 1929 في خِضَمّ أسوأ كساد نزل بالأمة. وحين كان رجال العلم الآخرون يبحثون عن تفسير لهذه الظاهرة الاقتصادية راح غراهام يساعد الناس على استرجاع موطئ قدمهم المالي من خلال أسلوب عملي مفيد.

بدأ غراهام مسيرته المهنية في وول ستريت Wall Street مراسلاً في شركة هيندرسون أند لوب Henderson & Loeb في نيوبيرغر Newburger للسمسرة إضافة إلى كتابة أسعار السندات والأسهم على لوح لقاء اثني عشر دولاراً في الأسبوع، ثم ارتقى إلى كتابة تقارير بحثيّة. وسرعان ما مُنِح حصة في الشركة. وكان بحلول عام 1919 قد بلغ الخامسة والعشرين ويتقاضى راتباً سنوياً قدره ستمئة ألف دولار.

شكَّل غراهام عام 1926 مع جيروم نيومان Jerome Newman شركة استثمارية استخدمت وورن بَفت بعد حوالي ثلاثين سنة. تفادت شركة غراهام ـ نيومان انهيار عام 1929 والكساد الكبير والحرب العالمية الثانية والحرب الكورية قبل أن تنحل عام 1956 .

قام غراهام بين عامي 1928 وَ 1956 في أثناء وجوده في هذه الشركة بتدريس دورات تعليمية ليلية في المالية بجامعة كولومبيا. هناك قلَّة من الناس يعرفون أنه تحطم من الناحية المالية خلال انهيار 1929. وأنه انطلق لبناء ثروته

المرة الثانية في حياته. أولاهما عند وفاة والده تاركاً أسرته بلا حماية مالية. أتاحت له دنيا العلم والثقافة ملاذاً للتأمل وإعادة بناء ثروته. أجرى غراهام ـ بمشورة الأستاذ بجامعة كولومبيا ديفيد دود David Dodd ـ بحثاً تقليدياً هو *تحليل الأوراق المالية Security Analysis* وأصبح فيما بعدُ رسالة في الاستثمار المحافظ. ثم نشأت فيما بينهما خبرة استثمارية امتدت خمسة عشر عاماً استهلك منها هذا الكتاب أربع سنوات.

إن خلاصة كتاب *تحليل الأوراق المالية* هي أن محفظة استثمارية متنوعة تضم أسهماً عادية وتقوم على أسعار معقولة يمكن أن تشكل استثماراً سليماً. ويستطيع غراهام من خلال خطوة إثر خطوة تتميز بالانتباه من مساعدة المستثمر على رؤية المنطق في أسلوبه.

أول المشكلات التي تعيَّن على غراهام طرحها هي عدم وجود تعريف عالمي للاستثمار يمكن من خلاله التمييز بينه وبين المُضاربة. وبعد أن أخذ التعقيدات التي تلفّ هذا الموضوع بعين الإعتبار طرح تعريفه الخاص: «العملية الاستثمارية هي عملية واعدة بسلامة القيمة الاسمية للأداة المستثمَرة وبعائد مُرْضٍ، وذلك بعد تحليل مستفيض لها. أما العمليات التي لاتستوفي هذه المتطلبات فتتسم بالمضاربة»[2] .

ماذا قصد بعبارة «تحليل مستفيض»؟ إنه «الدراسة الواعية للحقائق المُتاحة مع محاولة استخلاص نتائج منها قائمة على مبادئ مُقررة ومنطق سليم».[3]

القسم التالي من تعريف غراهام حاسم: يجب أن يتميز الاستثمار الحقيقي بصفتين: شيء من سلامة القيمة الاسمية وعائد بمُعدَّل معقول. وهو يحذر من أن السلامة ليست مطلقة، والوقائع غير المألوفة أو غير المحتملة يمكن أن تؤدي بالسند السليم إلى التقصير في سداد أصل الدين. والأفضل أن يبحث المستثمرون عن شيء يمكن اعتباره سالماً من الخسارة في الأحوال المعقولة.

لاتشتمل الضرورة الثانية ـ العائد المُرضي ـ على الدخل فقط بل على ارتفاع القيمة أيضاً. ويعلّق غراهام بأن كلمة «مُرضي» هي اصطلاح شخصي. فالعائد يمكن أن يكون أي مبلغ مهما قلَّ طالما أن المستثمر يعمل بذكاء ويلتزم بالتعريف الكامل للاستثمار.

لو لم يكن الأمر متعلقاً بالأداء السيء لسوق السندات لَصُرِف النظر عن تعريف غراهام، إذ لم يعد بالإمكان اعتبار السندات وفق التفكير السليم مجرَّد استثمارات بحتة بين عامي 1929 وَ 1932 حين انهار معدَّل مؤشر داو جونز للسندات Dow Jones Bond Average من 97,70 نقطة إلى 65,78 . وَالسندات ـ مثل الأسهم ـ لم تفقد جزءاً كبيراً من قيمتها فحسب بل إن كثيراً مِمَّن أصدروها افلسوا أيضاً. ولذلك دعت الحاجة إلى عملية يمكن أن تميز خصائص استثمارية للأسهم والسندات عن نظيراتها التي تتسم بالمضاربة.

أحال غراهام مفهوم الاستثمار السليم إلى شعار سُمّي «هامش الأمان»، وسعى من خلاله إلى توحيد جميع الأوراق المالية والأسهم والسندات في أسلوب استثماري واحد.

إن هامش الأمان في جوهره يوجد حين تباع الأوراق المالية لأي سبب بسعر أقل من قيمتها الذاتية. كانت فكرة شراء أوراق مالية بسعر أدنى من قيمتها ـ وبصرف النظر عن المستويات السائدة في السوق ـ تمثل فكرة جديدة في ثلاثينيات وأربعينيات القرن العشرين، وكان هدف غراهام أن يضع خلاصة لهذه الاستراتيجية.

يرى غراهام أن إنشاء مفهوم لهامش الأمان الخاص بالسندات لاينطوي على كثير من الصعوبة، وليس من الضروري ـ على حد قوله ـ تحديد دخل الشركة المستقبلي بدقة، بل ملاحظة الفرق بين الأرباح والنفقات الثابتة فقط. فإذا كان ذلك الهامش واسعاً بما يكفي تحققت حماية المستثمر من الهبوط غير المتوقع في

دخل الشركة، ولو قام محلل على سبيل المثال بمراجعة تاريخ عمل إحدى الشركات ووجد أنها حققت ربحاً بلغ متوسطه في السنوات الخمس الماضية خمسة أضعاف نفقاتها الثابتة لقلنا إن في سنداتها هامش أمان.

كانت قدرة غراهام على تكييف هذا المفهوم ـ ليتماشى مع الأسهم العادية ـ تمثلُ الاختبارَ الحقيقي، وعلل ذلك بأن استخدام هامش الأمان ممكنٌ حين يكون الفرق بين سعر السهم وقيمة الشركة الذاتية كبيراً بدرجة كافية.

اعترف غراهام بحاجة المستثمرين إلى طريقة لتحديد الأسهم ذات القيمة المنخفضة من أجل ضمان عمل هذه الاستراتيجية بشكل نظامي، وهذا يعني أنهم بحاجة أيضاً إلى آليّة لتحديد قيمة الشركة الذاتية: أي «القيمة التي يتم تحديدها من خلال الحقائق» كما عرّفها في كتابه *تحليل الأوراق المالية*، وهذه الحقائق تشتمل على أصول الشركة وأرباحها وربح السهم والأمور الأخرى المحددة المأمولة في المستقبل.

أقرّ غراهام أن العامل الوحيد الأكثر أهمية في تحديد قيمة الشركة يكمن في قوة أرباحها المستقبلية، وهو حساب ربّما يكون غير دقيق. وبعبارة بسيطة: يمكن الوصول إلى قيمة الشركة الذاتية عن طريق تقدير أرباحها، ثم ضربها بعامل رسمَلة * مناسب. وعامل الضرب هذا يتأثر بثبات وتوالي أرباح الشركة وأصولها وسياسة ربح السهم وصحة جسمها المالية.

طالبَنا غراهام بالقبول بأن القيمة الذاتية مفهوم مُحيِّر. إن هذه القيمة تختلف عن السعر الذي تحدده السوق، وتماثل ـ حسب الظن ـ قيمة الشركة الدفترية أو مبلغ أصولها الحقيقية منقوصاً منه التزامات الشركة. أدّت هذه الفكرة إلى الاعتقاد المبكر أن القيمة الذاتية محدَّدة، لكن المحللين أدركوا أن قيمة الشركة ليست صافي أصولها الحقيقية فقط، بل تشتمل أيضاً على قيمة الأرباح

* الرسملة باختصار هي مجموع الأموال المتاحة للشركة على المدى الطويل (المعرّب)

التي تولدها هذه الأصول. وليس من الضروري تحديد قيمة الشركة الحقيقية على وجه الدقة ـ كما اقترح غراهام ـ بل يتوجب على المستثمرين بدلاً من ذلك القبول بمعيار تقريبي أو مجال للقيمة. وحتى القيمة التقريبية ـ مقارَنة بسعر البيع ـ تعَدُّ كافية لقياس هامش الأمان.

هناك ـ كما يقول غراهام ـ قاعدتان للاستثمار، الأولى: **لاتخسر**، والثانية: **لاتنس القاعدة الأولى**. قادت فلسفة القاعدة الأولى «لاتخسر» نحو أسلوبين لاختيار الأسهم العادية، وهما عند التطبيق يلتزمان بهامش الأمان. الأول شراء الشركة بسعر يقل عن ثلثي صافي قيمة أصولها الثابتة؛ والثاني يركز على الأسهم التي تكون نسبة سعرها مقسومة على أرباح الشركة السنوية الصافية منخفضة.

إن شراء سهم بسعر يقل عن ثلثي قيمة أصوله الثابتة يدخل ضمن إحساس غراهام بالحاضر ويلبي رغبته بشيء من التوقعات الرياضية. ولا يعير بالاً إلى مصنع الشركة وممتلكاتها ومعداتها. كما يطرح جانباً جميع مطاليب الشركة قصيرة أو طويلة الأجل، وتبقى ـ بعد ذلك كله ـ على قيمة الأصول الحالية الصافية. يرى غراهام أن هامش الأمان موجود وأن الشراء مضمون حين يكون سعر السهم أدنى من قيمته المقابلة بموجب هذه العملية الرياضية.

عَدَّ غراهام هذه العملية بمنزلة طريقة استثمارية مأمونة؛ ولكنه أقر أن انتظار التصحيح الذي تقوم به السوق قبل المباشرة بالاستثمار قد لايكون معقولاً، فانطلق ليضع أسلوباً آخر لشراء الأسهم، وركَّز فيه على الأسهم ذات السعر المتدني والتي يتم بيعها بمعدل يقل عن نسبة قيمة السعر مقسومة على ربح الشركة الصافي السنوي. إلا أنه لابُدَّ من أن تمتلك الشركة أيضاً شيئاً من قيمة الأصول الصافية وأن تقلّ مديونيتها عن قيمتها.

طال بحث كثير من المستثمرين على مر السنين عن طرق مشابهة كثيرة تفضي إلى تحديد القيمة الذاتية. وحظي بالمقام المفضل مبدأ غراهام الأول المتمثل في كون نسبة قيمة السعر مقسومة على ربح الشركة الصافي السنوي منخفضة.

غير أننا علِمنا أن بناء القرار على هذه النسب وحدها لا يكفي لضمان عوائد ربحية. هذا ويعتمد كثير من المستثمرين اليوم على تعريف القيمة التقليدي الذي وضعه جون بَر ويليامز John Burr Williams والموصوف لاحقاً في هذا الفصل: إن قيمة أي استثمار هي القيمة الحالية المخصومة لتدفق النقد المستقبلي فيها.

الأفكار الأساس للاستثمار هي التفتيش عن الأسهم باعتبارها عملاً، واستخدام تذبذبات السوق لمصلحتك والبحث عن هامش أمان. هذا ما علّمنا إياه بن غراهام Ben Graham، وسيبقى بعد مئة سنة كما هو: حجر الزاوية في الاستثمار [4].

وورن بفِت، 1994

ثمّة صفات مشتركة بين كل من أسلوبي غراهام: شراء الأسهم بقيمة أقل من ثلثي صافي قيمة أصول الشركة وشراء الأسهم التي تكون مضاعفات نسبة قيمة أسعارها مقسومة على ربح الشركة الصافي السنوي منخفضة. ولم تكن الأسهم التي اختارها غراهام على أساسهما موضع تفضيل أبداً في السوق، فبعض الوقائع الكبيرة والصغيرة جعلت السوق تحدد أسعارها بأقل من قيمتها، وأحسَّ غراهام أن هذه الأسهم ـ التي وُضِعت أسعارها بقيمة منخفضة وَ«بشكل لايُبرَّر» ـ هي مشتريات مُغرية.

قامت قناعة غراهام على بعض الافتراضات، أولها اعتقاده أن السوق في كثير من الأحيان تضع أسعاراً مغلوطة. ويعود ذلك عادة إلى العواطف البشرية من خوف وجشع. فالجشع ـ في أقصى درجات التفاؤل ـ يدفع بالأسهم إلى أبعد من قيمتها الذاتية مما يؤدي إلى سوقٍ أسعارها زائدة. والخوف يدفع بالأسعار في أحوال أخرى إلى أقل من قيمتها الذاتية فيؤدي ذلك إلى سوقٍ متدنية

الأسعار وثاني الإفتراضات قام على الظاهرة الإحصائية المعروفة بـ «العودة إلى المتوسط الحسابي» الذي لم يستخدمه غراهام. والذي اقتبَس ـ للتعبير عنه بصورة أبلغ ـ نصاً من الشاعر هورِس Horace: « سينهض كثير من المتعثرين اليوم من كبوتهم غداً، وكثير ممن ينعمون بالشرف اليوم سيسقطون في الغد.» يعتقد غراهام ـ سواء كان التعبير مقتبساً من إحصائي أو شاعر ـ أن باستطاعة المستثمر أن يربح من القوى الإصلاحية في سوق غير كفء.

فيليب فيشر *Philip Fisher*

حين كان غراهام يؤلف كتابه *تحليل الأوراق المالية* كان فيليب فيشر يبدأ انطلاقته مستشاراً استثمارياً إذ باشر عمله ـ بعد تخرجه من كلية إدارة الأعمال في جامعة ستانفورد Stanford ـ محللاً بمصرف لندن وباريس البريطاني الوطني Anglo London & Paris National Bank في سان فرانسيسكو، وأصبح في أقل من سنتين رئيساً لدائرة الإحصاء فيه. ومن هنا شاهد انهيار سوق الأسهم عام 1929، وبعد عمل قصير الأمد وغير مثمر في دار سمسرة محلية قرر الانطلاق بشركته الخاصة لتقديم الاستشارات الاستثمارية، فبدأت شركة فيشر وشركاه Fisher & Company تستجلب الزبائن في الأول من آذار / مارس 1931.

ربما بدت المباشرة بشركة استشارات استثمارية في ثلاثينيات القرن العشرين ضرباً من التهوّر. ولكن فيشر ظن أن لديه ميزتين: أولاهما أن أي مستثمر نجا من الانهيار بشيء من المال قد لايكون على وفاق مع سمساره الحالي: والثانية أن وقتاً طويلاً قد يتوفر لدى رجال الأعمال في خِضَمّ الكساد الكبير للجلوس والتحدث إليه.

تطلبت دراسةُ فيشر لأحد مقررات كلية إدارة الأعمال في ستانفورد Stanford مرافقةَ أستاذ في زيارات دورية لشركات في منطقة سان فرانسيسكو؛ حيث يلتقي خلالها بمديري الشركات للتحدّث عن أعمالهم وتقديم المعونة لهم

في معظم الأحيان على حل مشكلاتهم الآنية. وفي أثناء العودة إلى ستانفورد كان فيشر وأستاذه يسترجعان مُجريات الأحاديث مع الشركات والمديرين الذين التقوهم، «فكانت تلك الساعة» كما قال فيشر «هي أكثر التدريبات التي تلقيتها فائدة».[5]

أدّت هذه الخبرات بفيشر إلى الاعتقاد أن الناس قد يحققون فوائد أكبر عن طريق (1) الاستثمار في شركات واعدة ذات مستوى يزيد عن المعدَّل: و (2) ربط أنفسهم بأكثر الإدارات قدرة. ومن أجل فرز هذه الشركات أطلق فيشر نظام تنقيط يؤهل الشركة من خلال خصائص عملها وإدارتها.

كانت أكثر الخصائص التي أثرت بفيشر وتعلقت بالأمر الأول ـ الشركات الواعدة ذات المستوى الذي يزيد عن المعدَّل ـ هي قدرة الشركة على تنمية المبيعات عبر السنين بمعدلات تفوق مثيلاتها السائدة في المهنة.[6] هذه التنمية بدورها ربطٌ بين عاملين: التزام متميّز بالبحث والتطوير، وهيئة فاعلة للمبيعات. يمكن للشركة أن تطور منتجات وخدمات متميزة: ولكن جهود البحث والتطوير لن تترجَم إلى إيرادات إلا إذا تم «تسويق (المنتجات والخدمات) بوساطة الخبرة.»

يرى فيشر أن إمكانية السوق الواعدة وحدها تشكل نصف القصة: ونصفها الآخر هو الأرباح المتوالية، ويقول: «كل النمو الذي تحققه المبيعات في العالم لن يخلق النموذج الصحيح من المطية الاستثمارية إن لم يكن نمو الأرباح متناسقاً معها.»[7] وبناء على ذلك دقق في هوامش أرباح إحدى الشركات، والتزامها بالمحافظة عليها وتحسينها وأخيراً بتحليل التكلفة فيها وضوابط المحاسبة.

يقول فيشر إن أية شركة تقف عاجزة عن المحافظة على ربحيتها مالم تكن قادرة على وضع تحليل لتكاليف عملية التصنيع جنباً إلى جنب مع إدراك تكلفة كل خطوة منها. وفي هذه السبيل يجب على الشركة برأيه أن تنشئ وسائل فعالة للرقابة المحاسبية وتحليل التكاليف، وبفضل المعلومات الخاصة بالكلفة تتمكن

الشركة من توجيه مواردها نحو المنتجات او الخدمات الواعدة بأعلى مردود اقتصادي، ولسوف تساعدها هذه الوسائل أيضاً على بيان العقبات الخفية في عملياتها، وستكون كجهاز إنذار مبكر يهدف إلى حماية إجمالي ربحيّتها.

ارتبطت حساسية فيشر بمسألة ربحية الشركة بهاجس آخر يكمن في قدرة الشركة على النمو في المستقبل دون الحاجة إلى جمع أموال لتوسيعها من خلال إصدار أسهم، ولو استطاعت أن تنمو فقط من خلال بيع الأسهم لحَجَب العددُ الأكبر من الأسهم المعروضة للتداول أية أرباح يمكن للمساهمين أن يحققوها من خلال نمو الشركة، فالشركة التي تتمتع بهوامش ربح عالية ـ كما يقول ـ أكثر قدرة على توليد تمويلات داخلية، وبذلك تحافظ على استدامة النمو دون إضعاف ملكية المساهمين الحالية.

الأمر الثاني الذي يراه فيشر مُهماً من أجل تحديد الشركات المطروحة أسهمها للتداول هو نوعية الإدارة، ويعتقد أن مديري الصف الأول مصممون على تطوير منتجات وخدمات حديدة تستمر في تحفيز نمو المبيعات بعد فترة طويلة من استغلال المنتجات أو الخدمات الحالية. يجب على الإدارة أن تضع سياسات لضمان أرباح متوالية لعشر سنوات أو عشرين قادمات حتى ولو تم ذلك على حساب الأرباح الفورية الثانوية، ويؤكد على أن من الواجب التطلّع على هذه الأرباح وليس التضحية بها. يقوم المدير الذي يتمتع بمستوى فوق العادي بتنفيذ خطط الشركة طويلة الأمد ويركز في آن واحد على العمليات اليومية.

ثمَّة صفة أخرى يعُدُّها فيشر على جانب كبير من الأهمية. هل في الشركة إدارة تتميز بالأمانة والشرف المطلقين؟ أيتصرف المديرون كما لو كانوا الأمناء على المساهمين أم تراهم مهتمين فقط بكياناتهم الذاتية؟

هناك طريقة واحدة لتحديد نياتهم ـ على حد قول فيشر بثقة ـ هي ملاحظة كيفية تواصلهم مع المساهمين. لابُدَّ أن تصادِف جميع الأعمال، الجيدة منها والسيئة، صعوباتٍ غير متوقعة، وحين تكون الشركة جيدة بشكل

عام يتحدث المديرون بحُرّية. أما في حال انهيار الشركة فبعضهم ينزعون إلى الصخب. ويؤكد فيشر أن طريقة مواجهة المديري للمصاعب تكشف عن الكثير من شؤون الشركة.

يجب على الإدارة ـ من أجل ضمان نجاح العمل. كما يقول فيشر ـ أن توطّد علاقات جيدة مع عمالها كي يشعروا أن شركتهم هي حقاً مكانٌ جيد لممارسة العمل: ويشعر المستخدمون ذوو الياقات الزرقاء أنهم يعامَلون باحترام وأدب. والمستخدمون التنفيذيون أن الترقية تتم على أساس القدرة وليس المحاباة.

كما نظر فيشر في عمق الإدارة. فتساءل عن وجود فريق عمل موهوب إلى جانب المدير التنميذي. وعن قدرته على التفويض بالسلطة لإدارة بعص أقسام العمل؟

درس فيشر في النهاية خصائص معينة في عمل وإدارة إحدى الشركات وقارنها بشركات أخرى في المجال نفسه. وحاول في بحثه أن يكشف النقاب عن دلائل ربما تساعده على فهم تميّز شركة أمام منافسيها.

جادل فيشر في أن قراءة التقارير المالية عن الشركة وحدها لاتكفي لتبرير أي استثمار فيها. فالخطوة الحقيقية في الاستثمار المتعقل ـ كما شرحها ـ هي الحصول على أكبر قدر من المعطيات عن شركةٍ ما عن طريق أفراد يعرفونها، واعترف أن هذا يمثل استقصاء تجميعياً دعاه «برميل الفحم». ويمكن أن نسميه اليوم كرم العنب العائد لهذا العمل: وادّعى أن المستثمر يمكن من خلال الأدلة الثريّة المتوفرة في «برميل الفحم» أن يحدد الاستثمارات المُبرِّزة.

قادت التحريات التي قام بها فيشر تحت مظلة برميل الفحم إلى مقابلة أكبر عدد ممكن من المصادر: فتحدث إلى زبائن وباعة. وَلاحقَ مستخدمين سابقين ومستشارين عملوا لحساب الشركة. واتصل بعلماء باحثين في الجامعات وموظفين حكوميين ومديري مؤسسات تجارية. وقَابل منافسين. ورغم أن المديرين التنفيذيين يترددون عادة في الإفصاح عمّا في شركاتهم: لكنه وجد أنهم يدلون بآرائهم المتعلقة بمنافسيهم دون تحفظ.

لايرغب العديد من المستثمرين بتوظيف الوقت والطاقة التي شعر فيشر بضرورتها لفهم حقيقة شركة ما. فبناء شبكة برميل الفحم وترتيب مقابلات مضيعة للوقت، وتكرار هذه العملية من أجل كل شركة قد يكون منهكاً. وجدَ فيشر طريقة سهلة للتخفيف من أعبائه إذ قلل من عدد الشركات التي يمتلكها، وكان دائماً يقول إنه يفضل امتلاك عدد قليل من الشركات المبرّزة على امتلاك عدد أكبر من شركات متوسطة الأداء. وعلى العموم فإن محفظته الاستثمارية ضمت عدداً قلَّ عن عشر شركات. وقد تمثل في غالب الأحيان 75% من مجموع هذه المحفظة بثلاث أو أربع منها.

يعتقد فيشر أن المستثمرين بحاجة إلى إنجاز عدد قليل من الأمور إن أرادوا تحقيق النجاح: ومنها التحري فقط عن الشركات التي تدخل ضمن دائرة كفاءتهم. وقد ارتكب هو نفسه هذا الخطأ في البداية. «بدأتُ التحري خارج الصناعات التي اعتقدت أني أفهمها بشكل مطلق، وفي أجواء أنشطة مختلفة تماماً وظروفٍ لاأمتلك معرفة مقارنة عن أرضياتها».[8]

جون بر ويليامز *John Burr Williams*

تخرَّج جون بَر ويليامز من جامعة هارفرد Harvard عام 1923، وتابع دراسته في كلية هارفرد لإدارة الأعمال حيث ارتشف أولى تنبؤاته الاقتصادية وتحليل الأوراق المالية، وبعدها اشتغل محلل أوراق مالية في شركتين من مشاهير وول ستريت Wall Street. وكان يعمل فيه خلال أيام العنف التي سادت عشرينيات القرن الماضي وانهيار عام 1929 الكارثي وما أعقبه من أحداث. لقد أقنعته تلك التجربة أن المرء لابد أن يكون مطلعاً جيداً على الشؤون الاقتصادية لكي يكون مستثمراً جيداً.[9]

والتحق عام 1932 بكلية هارفرد للفنون والعلوم وكان حينئذ مستثمراً جيداً بلغ عمره 30 عاماً، وقرَّر الحصول على شهادة متقدمة في العلوم الإقتصادية منطلقاً من اعتقاد راسخ هو أن ما لحِق بالاقتصاد ربما يؤثر على قيمة الأسهم.

حينما جاء وقت اختيار موضوع أطروحة الدكتوراه، نشد ويليامز النصح لدى جوزيف شُمبيتر Joseph Schumpeter عالم الاقتصاد النمساوي ذائع الصيت المشهور بنظريته عن التدمير البنّاء، والذي كان حينذاك أستاذاً في كلية العلوم الاقتصادية. واقترح عليه أن يبحث في «قيمة السهم العادي الذاتية». لأنه يناسب خلفية وخبرة ويليامز الذي قال فيما بعد إن لدى شُمبيتر دافعاً أكثر سخرية وراء هذا الاقتراح، فالموضوع سيُبعده عن الاحتكاك ببقية أعضاء الهيئة التدريسية «لأنني (كما قال ويليامز) لن أجد مَن يريد طرح أفكاري الخاصة عن الاستثمارات على المِحَك.»[10] ومع ذلك فإن اقتراح شُمبيتر كان القوة الدافعة وراء أطروحة الدكتوراه الشهيرة التي أثّرت على المحللين الماليين والمستثمرين منذ ذلك الحين باعتبارها نظرية *استثمار الأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية* *The Theory of Investment Value*.

أنهى ويليامز كتابة أطروحته عام 1937، ووجد في نهاية المطاف بمطبعة جامعة هارفرد Harvard University Press ناشراً لها شريطة دفع جزء من تكاليف طباعتها، وذلك رغم السخط الكبير الذي أبداه أساتذة الجامعة حيالها- حتى قبل أن يُدافع عنها- ورفْضِ دارَي ماكميلان Macmillan وماكغرو- هيل McGraw-Hill نشرها لأنها احتوت برأيهما على الكثير من الرموز الجبرية. وبعد سنتين نجح ويليامز في دفاعه الشفهي عنها بعد شيء من الجدل المستفيض حول الكساد الكبير.

يُعَدُّ كتاب نظرية *استثمار الأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية* *The Theory of Investment Value* مؤلفاً غير تقليدي يتميز بأهمية حقيقية حيث بقي طوال ستين سنة الأساس الذي أقام عليه لايحصى من مشاهير الاقتصاديين مؤلفاتهم: ومنهم يوجين فاما Eugene Fama وَهاري ماركوفيتش Harry Markowitz وَ فرانكو موديغلياني Franco Modigliani، والذي وصفه وورن بَفِت بأنه واحد من أهم كتب الاستثمار التي تم تأليفها.

إن نظرية ويليامز المعروفة اليوم باسم نمط حسم ربح السهم *dividend discount model* أو تحليل صافي التدفق النقدي المحسوم تشكل طريقة لتحميل قيمة ما على السهم أو السند، ويمكن التعبير عنها بمفهوم بسيط: من أجل معرفة قيمة ورقة مالية في الوقت الراهن، نقوم بتقدير جميع النقد الذي ستولده طوال حياتها ثم نحسم هذا المجموع من القيمة الحالية. وهذه النظرية تشكل اليوم أساس المنهجية التي يستخدمها وورن بَفِت في تقدير قيمة الأسهم والشركات.

يلخص بَفِت نظرية ويليامز بما يلي: «يتم تحديد قيمة عمل ما من خلال صافي التدفق النقدي المتوقع توليده طوال عمر هذا العمل محسوماً وفق نسبة فائدة مناسبة». لكن ويليامز وصفه كما يلي: «البقرة بحليبها، والدجاجة ببيضها والسهم بأرباحه».[11]

إن نمط ويليامز هو عملية بخطوتين: الخطوة الأولى أن تقاس التدفقات النقدية لتحديد قيمة العمل الحالية والمستقبلية. فكيف يمكن تقدير التدفقات النقدية؟ أحد الإجراءات السريعة هي حسابُ أرباح الأسهم المدفوعة لأصحابها؛ أما في الشركات التي لاتوزع مثل هذه الأرباح فيجب نظرياً برايه أن تتحول جميع الأرباح المحتجزة في النهاية إلى أرباح على الأسهم. ولن تحتاج الشركة - حينما تصل إلى مرحلة اكتمالها - إلى إعادة استثمار أرباحها من أجل تحقيق نموّها، ويمكن أن تقوم الإدارة عندئذ بتوزيعها على شكل أرباح أسهم. وفي ذلك كتب ويليامز: «إذا لم تتم إعادة استثمار أرباح الأسهم المحتجزة بنجاح فيجب أن تولد المحتجزة منها أرباح أسهم أخرى في وقت لاحق. وإلا فإنها تعَدُّ أموالاً ضائعة. وبالاختصار فإن السهم يساوي ما يمكن أن يتولد عنه».[12]

الخطوة الثانية هي حسم هذه التدفقات النقدية التقديرية لإفساح المجال أمام شيء من عدم اليقينية، فنحن لانستطيع أبداً أن نكون متيقنين تماماً بما ستقوم به شركة ما، أو كيف ستباع منتجاتها أو ما ستفعله الإدارة أو لاتفعله من أجل تحسين العمل. هناك على الدوام خطَر ما، وعلى وجه الخصوص حول الأسهم، رغم أن نظرية ويليامز تنطبق جيداً بشكل مماثل على السندات.

ماذا يتوجب علينا أن نستخدم في هذه الحالة كنسبة للحسم؟ حتى ويليامز نفسه لم يكن واضحاً في هذه النقطة، ظناً منه على مايبدو أن قرّاءه يمكن أن يقرروا بأنفسهم ما يستخدمون. إن مقياس بفِت متوازن جداً: فإما أن يستخدم سعر فائدة الأسهم الأمريكية على السندات لآجال طويلة (المقصود هنا عشر سنوات) أو متوسط سعر العائد التراكمي لإجمالي سوق الأوراق المالية، وذلك حينما تكون هذه الفائدة منخفضة جداً.

توصل بَفِت إلى تعديل فرضية ويليامز الأصلية من خلال استخدام مايصل إلى النسبة الخالية من الأخطار، وبما أنه حصر مشترياته بالأعمال التي تتميز بهامش الأمان الذي نادى به بن غراهام، فإنه أمَّن تغطية الخطر بالعملية ذاتها، ولذلك فهو يرى أن المناسب هو أن يستخدم في الحسم نسبة خالية من الخطر.

كتب بيتر بيرنشتاين Peter Bernstein في كتابه *أفكار راسمالية Capital Ideas* أن نظام غراهام هو مجموعة من القواعد، أما نمط حسم أرباح الأسهم فهو نظرية، لكن «كلا الأسلوبين يوصيان بشراء النوع نفسه من الأسهم».[13]

لقد استخدم وورن بَفِت كلا الأسلوبين وحقق نجاحاً ممتازاً.

تشارلز مُنغر *Charles Munger*

عندما انطلق وورن بَفِت بشركته الاستثمارية في أوماها عام 1956 لم يكن بين يديه سوى مئة ألف دولار كرأسمال يعمل به، ولذلك كان من أول واجباته أن يقنع مستثمرين آخرين بالمساهمة معه، وكان ذات يوم يفصح بعناية وتفصيل عما يدور في خلده لجارَيه: الدكتور إيدوين ديفيز Edwin Davis وزوجه حينما فاجأه الدكتور بالمقاطعة والإعلان عن أنهما سيقدمان له مئة ألف دولار، وعندما تساءل عن السبب أجابه: «لأنك ذكَّرتني بتشارلي مُنغر».[14]

فَرَدَّ متعجباً: تشارلي مَن؟

رغم أن الرجلين تربيًا في أوماها ولهما عدد من المعارف المشتركين، إلا أنهما لم يتقابلا فعلاً إلا بحلول عام 1959. إذا كان مُنغر قد انتقل إلى جنوب كاليفورنيا ولكنه عاد إلى أوماها زائراً حين مات أبوه، فقرر الدكتور ديفيز أن وقت التقائهما حانَ: فدعاهما إلى العشاء في مطعم محلي، وكانت انطلاقة شركة خارقة.

سبق مُنغر، وهو ابن محام وحفيد قاض اتحادي، أن أسس عملاً ناجحاً في المحاماة بمنطقة لوس أنجلوس، ولكن اهتمامه بسوق الأوراق المالية كان أكبر. وَجد الشابّان في أثناء ذلك العشاء الأول موضوعات كثيرة للحديث، ومنها الأوراق المالية، ومنذ ذلك الحين كانا يتواصلان في غالب الأحيان فيحُثه بَفِت على ترك المحاماة والخوض في الاستثمار. لكن مُنغر ظلَّ يمارس العملين فترة من الزمن، إلا أنه أسس عام 1962 شركة استثمارية مثل شركة بَفِت مع احتفاظه بعمله في المحاماة. وبعد ثلاث سنوات من النجاح الكبير ترك المحاماة برمَّتها مع احتفاظه بمكتبه حتى اليوم فيها.

كانت شركة مُنغر الاستثمارية في لوس أنجلوس وشركة بَفِت في أوماها تتخذان أسلوبين متشابهين: فهما تبحثان عن شيء من الحسم على الأسهم ذات القيمة المنخفضة (وحققتا نتائج متشابهة إذ تجاوزتا المعدل على مؤشر داو جونز الصناعي Dow Jones Industrial Average بهوامش جيدة). ولا عجب في أنهما اشترتا بعضاً من الأسهم نفسها. باشر مُنغر ـ مثل بَفِت ـ بشراء أسهم في شركة بلو تشيب ستامبس Blue Chip Stamps في أواخر ستينيات القرن العشرين، ثم أضحى في نهاية المطاف رئيساً لمجلس إدارتها، وعندما اندمجت الشركتان ـ بيركشَير وَبلو تشيب ستامبس عام 1978 ـ أصبح نائباً لرئيس مجلس إدارة الشركة (الجديدة) وما زال يحتفظ بالمنصب نفسه.

لم تنظَّم علاقة العمل بين مُنغر وَبَفِت باتفاق شراكة رسمي، لكنها تطورت عبر السنين، وربما اشتدت أواصرها إلى شكل تكافلي: فقد اتخذ الرجلان قرارات استثمارية عديدة حتى قبل انضمام مُنغر إلى مجلس إدارة بيركشَير. وكانا يلتقيان يومياً في غالب الأحيان، وتزايد التشابك بين شؤون أعمالهما بالتدريج.

يستمر مُنغر اليوم في عمله نائباً لرئيس مجلس إدارة شركة بيركشيَر هاثاويه Berkshire Hathaway ورئيساً لمجلس إدارة شركة ويسكو فايناشال Wesco Financial التي تملك بيركشَر 80% منها. وتحتفظ بالكثير من الاستثمارات ذاتها، وهو في كل شيء توأم روح بَفِت ويعمل نظيراً له معترَفاً به في منصب العضو المنتدب. وحتى ندرك مدى التمازج بين الرجلين علينا أن نحصي عدد المرات التي يقول بَفِت فيها «تشارلي وَ أنا» فعلنا هذا الأمر أو قررنا ذاك، أو نعتقد بهذا الأمر أو درسنا ذاك، أو نرى أن... كما لو أن «تشارلي وَ أنا» اسم لشخص واحد.

لم يقدّم مُنغر ـ لعلاقاتهما في العمل ـ الحنكة المالية فحسب بل الأساس القانوني أيضاً، إلى جانب المنظور الفكري المختلف تماماً عن منظور بَفِت، فهو مولَع بنواح عديدة من المعارف: العلوم والتاريخ والفلسفة وعلم النفس والرياضيات، ويرى أن كلاً منها تشكل مفاهيم هامة يمكن لأهل الفكر: بل ويتوجب عليهم، أن يطبقوها على جميع محاولاتهم التي تنضوي قراراتهم تحت لوائها أيضاً، وهو يُطلق عليها عبارة: «الأفكار الكبيرة»، وتشكل جوهر فكرته المشهورة «منظومة الأنماط الفكرية» للمستثمرين.[15]

أنتج جمْع هذه الخيوط ـ المعرفة المالية والأرضية القانونية وتثمين الدروس من اختصاصات أخرى ـ معاً في فكرِ مُنغر فلسفةً تختلف إلى حدٍّ ما عن فلسفة بَفِت، وحين كان الأخير غارقاً في البحث عن فرص في الأسعار التي تقل عن قيمتها السوقية العادلة: كان الأول يؤْمِن بدفع الثمن العادل لقاء الشركة الجيدة، ولعله في ذلك مقنع جداً.

> **إن شراء شركة رائعة بسعر حسن أفضل من شراء شركة حسنة بسعر رائع.** [16]
>
> **وورن بَفِت**

اقتنع بَفِت على يد مُنغر أنّ دفع ثلاثة أضعاف القيمة الدفترية لقاء شركة سيز كاندي See's Candy صفقة جيدة حقاً (انظر الفصل الرابع للاطلاع على القصة كاملة). ولقد أبدى بَفِت سعادته واعترف بفضل تشارلي الذي دفعه باتجاه جديد تمَثّلَ في بداية تحول البناء الصفيحي في تفكيره. ويضيف كلا الرجلين أنك حين تجد شركة جيدة ومعروضة بسعر محسوم فقدْ فزت بالكنز: وهو ـ في حالة بيركشيَر ـ شركة كوكا كولا: التي كانت الشيء الجيد التالي (انظر الفصل الرابع).

هناك سبب واحد يقرِّب بين بَفِت ومُنغر بشكل جيد جداً هو أنهما يقفان موقفاً لايلين تجاه مبادئ العمل الرشيدة. إذ أن تشارلي ـ في أثناء شغله منصب مدير شركة ويسكو Wesco التنفيذي ـ رفض أن يقدم قروضاً في ظل مدخرات جامحة هائلة وصناعة تقديم القروض. وهو في ذلك مثل بَفِت الذي تحمل عائدات ضئيلة في صناعة التأمين. ورفض ـ بعض الوقت ـ أن ينظم عقود التأمين. فكِلا الرجلين يبديان صفات إدارية ضرورية لإدارة شركات عالية الجودة. لقد باركت السماء مساهمي شركة بيركشيَر هاثاويه بوجود عضوين منتدبين يسعيان في مصالحهم ويساعدانهم على توليد المال في جميع الظروف الاقتصادية، وهم يستمرون في جني المنافع ـ ليس من فكر واحد فقط ـ بل من فكرَين اثنين ستطول مسيرتهما معاً إلى المستقبل. وذلك مع سياسة بَفِت لجهة التقاعد الإلزامي التي لايؤمن بها.

تمازج التأثيرات

أصبح بَفِت ـ بُعَيْد وفاة غراهام عام 1976ـ المشرف المُعيَّن على أسلوب استثمار الأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية الذي وضعه غراهام. والواقع أن اسم بَفِت أصبح مرادفاً لهذا الاستثمار. ومن السهولة أن يُدرك المرء السبب، فهو أشهر تلامذته التزاماً به. ولم يترك فرصة إلا وأقر بالدَّين الفكري الذي يحمله في عنقه تجاهه، وهو يعدّه ـ حتى اليوم ـ الشخص الوحيد الذي كان له أكبر الأثر في حياته الاستثمارية بعد والده.[17]

كيف استطاع بَفِت إذن أن يُوَفق بين دَيْنه الفكري لغراهام وبين مشتريات أسهم شركات مثل واشنطن بوست Washington Post Company عام ١٩٧٣ وكوكا كولا عام 1988؟ وكلتاهما لم تنجحا في اختبار غراهام الصارم الخاص بالشراء، ومع ذلك فقد حقق استثمارات متميِّزة في كل منهما.

بدأ بَفِت منذ أوائل عام 1965 يعرف أن استراتيجية غراهام في شراء الأسهم الرخيصة لم تكن مثالية.[18] وقد اشترى شركات خاسرة حقاً، وذلك اقتداءً بأسلوب ناصحه الأمين في البحث عن شركات تباع بأقل من صافي رأسمالها العامل، وكان العديد من الشركات التي اشتراها رخيصة لأن أعمالها ـ ذات الأسعار المتدنية ـ كانت تتعرض للمعاناة (ومن هنا فهي تلبي متطلبات اختبار غراهام للشراء).

استفاد بَفِت من أولى أخطائه الاستثمارية. فبدأ بالابتعاد عن تعاليم غراهام الصارمة، واعترف بقوله: «إنني أتطور. ولكني لم أنتقل من قرد إلى إنسان أو من إنسان إلى قرد بطريقة سلِسة جميلة».[19] ابتدأ يقدِّر قيمة الطبيعة النوعية لبعض الشركات مقابَلة بالنواحي الكمية لبعضها الآخر: وما زال رغم ذلك يجد نفسه باحثاً عن صفقات نتائجها مُريعة في بعض الأحيان. ويعترف قائلاً: «عقوبتي هي أن أتعلم الأمور الإقتصادية لمحترفي صناعة إنشاء المزارع السريعة» (ديمستر ميل مانيوفكتشرَرز Dempster Mill Manufacturer)، وأسواق الدرجة الثالثة لبيع التجزئة (هوتشيلد ـ كون Hochschild-Kohn) وصانعي النسيج في نيو إنغلند New England (بيركشيَر هاثاويه).[20] تأخر تطور بَفِت حسب اعترافه لأن ما تعلمه من غراهام عالي القيمة جداً.

لم يكن غراهام يفكر بخصوصيات الأعمال عندما يقيِّم الأسهم، كما لم يكن يتفكر في قدرات الإدارة، بل وقف في أبحاثه الاستقصائية عند ملفات الشركة والتقارير السنوية. ولو كان ثمَّة احتمال رياضي لتوليد المال ـ لأن سعر السهم أقل من أصول الشركة ـ لاشتراها بصرف النظر عن عملها أو إدارتها. وهو

يشتري أكبر عدد ممكن من نواتج هذه المعادلات الإحصائية من أجل زيادة احتمالات النجاح.

ولو توقفت تعاليم غراهام عند هذه المُدرَكات الحسية لقلَّ احترام بَفِت له: ولكن نظرية هامش الأمان التي أكدها كانت في نظر بَفِت هامة جداً لدرجة جعلته يتغاضى عن جميع نقاط الضعف الأخرى في منهجية غراهام. ويستمر حتى في هذه الأيام باعتناق فكرة غراهام الأوليَّة: نظرية *هامش الأمان Margin of Safety*. وقد علَّق بَفِت على ذلك بقوله: «مازلت أظن ـ بعد انقضاء اثنين وأربعين عاماً على قراءة {النظرية} ـ أن كلمتَيْ {هامش الأمان} هما الصحيحتان».[21] الدرس الرئيس الذي تعلمه بَفِت على يد غراهام هو أن الاستثمار الموفق يشتمل على شراء الأسهم حينما تكون أسعارها في السوق خاضعة لخصم على قيمة الشركة المتدنية.

ساعد غراهام Graham بَفِت Buffett ـ إضافة إلى نظرية هامش الأمان التي أصبحت الإطار الفكري لتفكيره ـ على تقدير قيمة الحماقة في ملاحقة تذبذبات سوق الأسهم؛ حيث تتمتع الأسهم ـ حسب تعليم غراهام ـ بخاصةِ استثمارٍ وخاصةِ مُضاربةٍ. والخواص المتصفة بالمضاربة ناتجة عن خوف الناس وجشعهم؛ وهذه العواطف الموجودة في المستثمرين تقود أسعار الأسهم إلى دوامة أعلى من قيمة الشركة الذاتية. والأهم أنها تقودها إلى أدنى بكثير من هذه القيمة، وبذلك فهي تقدِّم هامشاً للأمان. علَّم غراهام بَفِت أنه إذا استطاع أن ينأى بنفسه عن دوامات سوق الأوراق المالية العاطفية فله فرصة لاستثمار سلوك المستثمرين الآخرين اللاعقلاني الذين يشترون الأسهم اعتماداً على العاطفة. وليس على المنطق.

تعلَّم بَفِت من غراهام كيفية التفكير باستقلالية فإذا استخلص نتيجة منطقية قائمة على الحكم السليم، عليه ـ حسب نصيحة غراهام ـ ألا ينثني عن عزمه لأن الآخرين لم يوافقوا، ليس إلا «لستَ على صواب أو خطأ لأن الجمهور من حولك يخالفونك. بل على حق لأن المعطيات والتفكير المنطقي صحيحان»،[22] كما كتب غراهام.

كان فيل فيشر Phil Fisher نقيض غراهام تماماً في نواح عديدة؛ فهو يعتقد أن المستثمرين ـ كي يتمكنوا من اتخاذ قرارات سليمة ـ بحاجة إلى أن يُحاطوا علماً بالعمل بشكل كامل، ويتحرّوا جميع نواحي الشركة، وينظروا فيما وراء الأرقام، ويحيطوا بالعمل بحد ذاته، لأن هذه المعلومات مهمة بالنسبة إليهم، ويدرسوا خصائص إدارة الشركة لما لقدرات هذه الإدارة من تأثير على قيمة العمل المتدنية. ولابُدّ لهم من الحصول على أكبر قدر ممكن من المعرفة بمجال العمل الذي تمارسه الشركة ومنافسوها، وكل ذلك من خلال اللجوء إلى كل مصدر.

سُئل بفت Buffett خلال ظهوره في برنامج عالم المال عن النصيحة الاستثمارية التي يريد ان يتوجه بها إلى مدير مال حديث عهد بالعمل فقال: «اود ان اقول له أن يفعل ما فعلته انا قبل اربعين سنة، وهو ان يعرف كل شيء عن كل شركة في الولايات المتحدة الأمريكية تمتلك أوراقا مالية مطروحة على التداول العام»

فاحتج مقدم البرنامج ادم سميث Adam Smith قائلاً: "ولكن هناك 27000 شركة تطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام ويجري تداولها الآن في سوق مفتوحة.»

«حسن»، قال بفت "إبدا بالشركات الحائزة على التقييم الأعلى «ألف»».[23]

تعلّم بَفت من فيشر قيمة برميل الفحم، وطوّر عبر السنين شبكة هائلة من المعارف الذين ساعدوه في تقييم الأعمال.

وأخيراً علّمه فيشر فوائد التركيز على عدد قليل جداً من الاستثمارات، وهو يعتقد أن من الخطأ تعليم المستثمرين أن وضع البيض الذي يملكونه في عدد من السِّلال يخفف من تعرّضها للمخاطر، وأن الخطر الكامن في شراء عدد كبير من

الأسهم يجعل من المستحيل مراقبة جميع البيض الموجود في السّلال. وفي رأيه أن شراء أسهم في شركة دون أخذ الوقت في تكوين فهم كامل لها يحمل في طياته مخاطر أكبر من امتلاك أسهم في متنوعات محدودة.

زوّد جون بَر ويليامز John Burr Williams بَفت بمنهجية لحساب قيمة الشركة الذاتية، فشكلت حجر الزاوية في أسلوبه الاستثماري. إن الفروقات بين غراهام وَفيشر واضحة. فالمحلل الكمي غراهام يركز فقط على تلك العوامل التي يمكن قياسها: الأصول الثابتة والأرباح الحالية وأرباح الأسهم، وتقوم أبحاثه الاستقصائية على ملِفات الشركة وتقاريرها السنوية فقط. ولايُضيّع وقتاً في مقابلة الزبائن أو المنافسين أو المديرين.

أما أسلوب فيشر فهو نقيض غراهام. إذ يؤكد فيشر ـ وهو المحلل النوعي ـ على تلك العوامل التي يَعتقد أنها تزيد من قيمة الشركة: وهي ـ من حيث المبدأ ـ التوقعات المستقبلية وقدرة الإدارة. لم يهتم غراهام إلا بشراء الأسهم الرخيصة، أما فيشر فيهتم بشراء الشركات الواعدة بزيادة قيمها الذاتية على المدى الطويل، ويشتط أكثر من ذلك فيجري مقابلات شاملة لكشف النقاب عن كِسْرَةٍ من المعلومات التي قد تحسّن من عملية انتقائه.

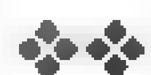
ورغم الاختلاف بين أسلوبي غراهام وَفيشر الاستثماريين، فإن بَفت يراهما «متوازيان في عالم الاستثمار.»[24] وإذا كان لي أن أعيد الصياغة فإني أقول بدلاً من «متوازيين» إنهما «متداخلين بسهولة» في أسلوب بَفت الذي الاستثماري يربط بين الفهم النوعي للشركة وإدارتها (كما تعلم من فيشر) وبين الفهم الكمّي للسعر والقيمة (كما تعلم من غراهام).

قال بَفت ذات يوم: «إنني (أتكوّن) من 15% فيشر وَ 85% بنيامين غراهام».[25] وقد اقتبس الكثيرون هذه المقولة. ويجدر بنا أن نتذكر أنها أطلِقت عام 1969، لكنه ـ في مقابلة جرت بعد سنوات ـ أبدى تحولاً تدريجياً، ولكنه حاسمٌ، نحو فلسفة فيشر في شراء عدد مختار من الأعمال الجيدة وامتلاكها عدة سنوات. وإنه ليتملكني شعور داخلي بأن المناسبة لو أتيحت لبَفت هذه الأيام ليقول ماقاله بالأمس لتغير الميزان إلى أقرب مايمكن من التماثل بالمناصفة.

ومما لاجدال فيه أن تشارلي مُنغر Charlie Munger ـ وليس غيره ـ هو المسؤول عن تحول تفكير بَفِت نحو فيشر.

حقاً إن مُنغر هو التجسيد الفعال لنظريات فيشر النوعية. إذ امتلك منذ البداية تقديراً عالياً لقيمة الشركة الأفضل وحكمة دفع سعر معقول فيها. واستمر في السنوات التي جمعت بينه وبين بَفِت في التبشير بحكمة دفع الثمن الأعلى مقابل الشركة الجيدة.

إلا أن مُنغر هو اليوم صدى بِن غراهام في مجالٍ هامٍّ واحد: فقبل سنوات علَّم غراهام بَفِت الأهمية المزدوجة لدور العاطفة في الاستثمار: الأخطاء التي يرتكبها الأشخاص الذين يبنون قراراتهم اللاعقلانية عليها، والفرص التي تخلقها لِمَن يستطيع أن يتجنب الوقوع في نفس المصيدة. وقد استمر مُنغر في تطوير هذا الموضوع من خلال قراءاته في علم النفس. وهو يسمّيه «علم نفس سوء الحكم». ويمثل هذا العلم فكرة سندرسها بمزيد من الشمولية في الفصل الحادي عشر، حيث يحافظ مُنغر على دمجها في صنع القرار ضمن شركة بيركشيَر من خلال الإصرار المتواصل. وهذا واحد من أعظم مساهماته.



إن انقطاع بَفِت إلى كلٍّ من بن غراهام وَ فيل فيشر وَ جون بُر ويليامز وَتشارلي مُنغر أمرٌ مفهوم. ذلك أن غراهام أعطاه الأساس الفكري للاستثمار وهامش الأمان. وساعده على أن يتعلم كيفية السيطرة على عواطفه كي يستفيد من تقلبات السوق. أما فيشر فأعطاه منهجية مُحدَّثة قابلة للتطبيق، مكّنته من استبيان الاستثمارات الجيدة على المدى الطويل، وكذلك من إدارة محفظة الأوراق المالية الاستثمارية ردْحاً طويلاً من الزمن. وعلمه قيمة التركيز على عدد محدود من الشركات الجيدة. ومن ويليامز تلقفَ بَفِت نمطاً رياضياً لحساب القيمة الصحيحة. وساعده مُنغر على تقدير العوائد الإقتصادية المتولدة عن بيع الأعمال العظيمة وتملّكِها. إن الفوضى المتوالية التي تحيط بأعمال بَفِت الاستثمارية سهلة الفهم عندما نقرّ بأنه تجَمُّعٌ للأشخاص الأربعة أجمعين.

«لايكفي أن يتحلى المرء بالذكاء» كما يقول ديكارت Descartes «فالأمر الرئيس هو جودة تطبيق هذا الذكاء.» وهذا ما يميِّز بَفِت عن غيره من مديري الاستثمار. فكثيرون من نظرائه يتحلَّون بجانب كبير من الذكاء والنظام والالتزام المطلق، ولكنه يقف شامخاً فوقهم جميعاً بقدرته الهائلة على دمج استراتيجيات هؤلاء العباقرة الأربع في أسلوب واحد متلاحم.



«التأمين عملنا الرئيس»

الأيام الأولى من انطلاقة شركة بيركشيَر هاثاويه

انهارت قيمة أسهم رأس المال في شركة بيركشيَر هاثاويه Berkshire Hathaway إلى النصف حين هيمنت شركة بَفِت عليها عام 1965، وزادت خسائر عملياتها عن عشرة ملايين دولار، لكنه بذل جهداً مكثفاً مع كِن تشيس Ken Chace ـ الذي كان يدير مجموعة النسيج ـ لتحسين أداء معاملها، إلا أن النتائج خيَّبت الآمال فلم تصل عائدات هذه الأسهم إلى الضعفين إلا بشِق الأنفس.

ثمّة بقعة مضيئة في خِضَمّ هذه العتمة بشَّرت بأشياء قادمة تمثلت في تعامل بَفِت الحاذق بالأسهم العادية في محفظة الشركة الاستثمارية التي بلغت قيمة أوراقها المالية القابلة للتداول 2,9 مليون دولار حين تسلَّم زمام أمورها، وبحلول نهاية السنة الأولى زاد حساب هذه الأوراق إلى 5,4 مليوناً، وتضاعف عائد الدولار من خلال الاستثمار عام 1967 ثلاث مرات عما هو عليه في قسم النسيج بأكمله، وبلغ عشرة أضعاف سعر أسهم رأس المال الأساس.

غير أن بَفِت بدأ في غضون العَقد التالي يدرك المشكلات الناجمة عن بعض الحقائق، أولها احتمال ألا تتولد عوائد كبيرة على أسهم رأس المال بسبب طبيعة عمل النسيج الخاصة، فالأنسجة سلعة، والسلعة بالتعريف تواجه مصاعب كي تتفوق منتجاتها على منافساتها، ناهيك بأن المنافسين الأجانب ـ الذين يستخدمون يداً عاملة رخيصة ـ كانوا يعصرون هوامش أرباحهم، وثانيها أن

مصانع النسيج بحاجة إلى تحسينات رأسمالية جوهرية حتى تحافظ على بقائها في سوق المنافسة، وهو أمر يثير الرعب ويؤدي إلى كوارث في أجواء التضخم إذا كانت العوائد على العمل بسيطة.

لم يحاول بَفِت أن يخفي الصعوبات، بل شرح أفكاره في كثير من المناسبات، فمصانع النسيج أكبرُ ربِّ عمل في المنطقة، واليد العاملة فيها تضم فئات عمرية متقدمة في السن، ولاتتميَّز بمهارات قابلة للتحويل، والإدارة متحمسة جداً، والاتحادات العمالية متفهمة لأوضاع عمالها، وأخيراً رأى أن العمل بالنسيج ربما يولد شيئاً من الربح.

أوضح بَفِت أنه يتوقع أن تحقق مجموعة النسيج أرباحاً إيجابية لقاء الاستثمار في أوراق مالية طويلة الأجل. «لن أغلق عملاً يتميَّز بربحية دون المعدل الطبيعي لمُجرَّد إضافة جزء من نقطة إلى عوائد شركتنا.» وأضاف: « وأشعر أيضاً أن من غير المناسب ـ حتى لشركة تتميز بأرباح استثنائية ـ أن تموِّل عملاً يُنذر بخسائر كبيرة مستمرة في المستقبل المنظور. سيخالف آدم سميث Adam Smith اقتراحي الأول، ولن يوافق كارل ماركس Karl Marx على الثاني، والحل الوسط فيما بينهما هو الوحيد الذي أراه مريحاً».[1]

أظهر التقرير السنوي لعام 1980 دلائل شؤم على مستقبل مجموعة النسيج: إذ خسرت فيه مركزها الريادي المُهيب في رسالة رئيس مجلس الإدارة، وتجاهلَتْها رسالة العام التالي، ثم لم يكن أمام بَفِت بعدئذ إلا إغلاق ملفات النسيج في تموز/ يوليو 1985 مُنهياً بذلك عملاً بدأ قبل حوالي مئة عام.

لم تمثل التجربة إخفاقاً كاملاً، بل لقنت بَفِت في المقام الأول درساً قيّماً حول تحسين أداء الشركة، وهو أمر لايحقق النجاح في كثير من الأحيان، وأن مجموعة النسيج في المقام الثاني ولَّدت أموالاً في سنواتها الأولى كافية لشراء شركة تأمين تحكي قصة مفعمة بالإشراق.

عمل التأمين

اشترت شركة بيركشيَر هاثاويه Berkshire Hathatway في آذار / مارس 1967 بمبلغ 8,6 مليون دولار أسهماً معروضة للتداول لشركتي تأمين قائمتين في أوماها، هما ناشنال إينديمنِتي كومبَني Company National Indemnity وَناشنال فيَر أند مَرين إنشورَنس كومبَني National Fire & Marine Insu-rance Company، ومَثل ذلك الشراء بداية لظاهرة نجاح خارق. لأن شركة بيركشيَر هاثاويه النسيجية لن تبقى طويلاً في الوجود، بل تستعد شركة بيركشيَر هاثاويه الاستثمارية للانطلاق.

يجب علينا ـ كي نتمكن من تحديد قيمة هذه الظاهرة ـ أن ندرك القيمة الحقيقية لامتلاك شركة تأمين، لأن شركات التأمين تمثل أحياناً استثمارات جيدة، وسيئة أحياناً أخرى، ولكنها على الدوام مطايا استثمارية مُرعبة. حين يسدد أصحاب عقود التأمين الأقساط المفروضة يقدمون للشركة سيلاً مستمراً من النقد، يُعرّف باسم الواردات غير المخصصة. فتضع الشركات ـ حسب أفضل تقديراتها ـ قسماً منها جانباً (ويسمى احتياطاً) كي تسدُد منه في كل عام المطالبات التي لايتسنى معرفة الموعد الدقيق لاستحقاقها إلا في أحوال نادرة، وتستثمر المتبقي منها فتوفر بذلك لنفسها درجة عالية من السيولة الجاهزة، لتكون على أهبة الاستعداد لاستثمارها في أوراق مالية قابلة للتداول هي بالدرجة الأولى أسهم وسندات. وهكذا تمكن وورن بَفِت ليس من الحصول على شركتين في وضع جيد مقبول فحسب بل على مطية حديدية صلبة لإدارة الاستثمارات.

هذه الصفقة مناسِبة تماماً لبَفِت، وهو قاطف الأسهم الجذابة المُحنك، فقد زاد محفظة الأسهم والسندات الاستثمارية للشركتين خلال سنتين فقط من 31,9 إلى حوالي 42 مليون دولار، وفي الوقت ذاته كانتا تبْليان بلاءً حسناً في أعمالهما، إذ ارتفع الدخل الصافي لشركة ناشنال إينديمنِتي في عام واحد من 1,6 إلى 2,2 مليون دولار.

أدى نجاح بَفِت المبكر في التأمين إلى اندفاع عدواني في هذه الصناعة، فاشترى في السنوات العشر التاليات ثلاث شركات تأمين إضافية، وأنشأ خمساً أخريات، ولم يتباطأ، إذ امتلكت شركة بيركشيَر اعتباراً من عام 2004 ثمانٍ وثلاثين شركة تأمين، منها شركتان عملاقتان هما شركة التأمين على مستخدمي الحكومة (جيكو) The Government Employees Insurance Company (GEICO) وشركة جنرال ري (جنري) General Re (GenRe)، ولكل منهما عدة شركات تابعة.

شركة التأمين على مستخدمي الحكومة

سمع وورن بَفِت بشركة التأمين على مستخدمي الحكومة GEICO أول مرة خلال دراسته في جامعـــة كولومبيا إذ كان ناصحه الأمين بن غراهام Ben Graham رئيساً لمجلس إدارتها. ثمّة جزء مفضل من تحصيله العلمي هو القصة الشائعة هذه الأيام عن طالب شاب ـ بَفِت ـ زار مكاتبها صباح أحد أيام السبت وظل يطرق أبوابها حتى أدخله البواب، فأمضى خمس ساعات يرتشف علم التأمين من الشخص الوحيد الذي وجده في عمله ذلك اليوم ـ موظف التأمين لوريمَر ديفيدسون Lorimer Davidson ـ الذي أصبح في نهاية المطاف مدير الشركة التنفيذي، وإن ماتعلمه بَفِت من هذا الموظف أثار اهتمامه.

قامت شركة جيكو GEICO على مفهومين بسيطين ولكنهما ثوريان إلى حدٍّ ما: حين تؤمِّن على أشخاص يحسنون قيادة السيارات تقل المطالبات، وإذا بعت عقود التأمين للزبائن مباشرة دون وكلاء بقيت نفقاتك غير المباشرة منخفضة.

عندما عاد الفتى وورن بَفِت إلى أوماها Omaha وعمِل في شركة والده الوسيطة، كتب استطلاعاً عن الشركة إلى صحيفة مالية قال فيه بعبارة قد لاتفي بالغرض في ذلك العَقد من الزمان: «هناك سبب يدعو للاعتقاد أن الجزء الرئيس من النمو قادم».[2] وضع بَفِت في الشركة 10,282 دولاراً، ثم باع ما اشتراه في السنة التالية بربح قدره 50%، لكنه ظل محافظاً على مسرَب إليها على الدوام.

ازدهرت جيكو GEICO خلال خمسينيات وستينيات القرن العشرين، ثم بدأت تتعثر، إذ بَذلت خلال عدة سنوات محاولات لتوسيع قاعدة زبائنها من خلال تخفيض أسعارها والتخفيف من صرامة شروطها التأهيلية، وأخطأت في سنتين متواليتين في حساب مبلغ الاحتياطي المطلوب (الذي تسدَّد المطالبات منه)، وكان التأثير المتضافر لهذه الأخطاء أن شارفت هذه الشركة التي كانت ذات يوم متلألئة على الإفلاس.

بدأ وورن بَفِت بالشراء حين انهار سعر سهمها عام 1976 إلى دولارين فقط هبوطاً من 61 دولاراً، واستثمر فيها 45,7 مليون دولار على امتداد خمس سنوات، متسلحاً بإيمانه الراسخ بقوتها المتأصلة بمزاياها الثابتة.

استعادت الشركة ربحيتها في السنة التالية مباشرة: أي 1977، وحققت خلال العَقدين التاليين نسباً إيجابية في مجال التأمين ضد الأخطار طوال تلك السنين إلا واحدة؛ مما يعني أنها كسبت من أقساط التأمين أكثر مما دفعت لقاء المطالبات، وهذا إنجاز غير مألوف في صناعة التأمين الذي تكون فيه النسب السلبية هي القاعدة مع ندرَة الاستثناء، وقد وفرت تلك الواردات غير المخصصة موارد هائلة للشركة لاستثمارها تحت إدارة رجل استثنائي اسمه لو سيمبسون Lou Simpson.

وبحلول عام 1991 أضحت شركة بيركشيَر تمتلك حوالي نصف (48%) شركة جيكو GIECO التي تصاعد أداؤها المؤثر واهتمام بَفِت بها، وفي عام 1994 بدأ جدال خطير حول قيام بيركشيَر بشراء جيكو بكاملها، وأُعلِن عن الصفقة في السنة التالية، حين كانت بركشيَر تملك 51% منها، وافقت على شراء الباقي منها بمبلغ 2,3 مليار دولار. وتم ذلك حين كان القسم الأعظم من صناعة التأمين يلهث ساعياً وراء الربحية، والمستثمرون يحتشدون في أماكن نائية عن الأرباح. وبعد الانتهاء من إعداد الورقيات في أوائل عام 1996 أضحت شركة جيكو كاملة ضمن ممتلكات بيركشيَر هاثاويه، وتتم إدارتها باستقلالية من مقر شركات التأمين الأخرى التي تمتلكها.

ورغم العثرة أو العثرتين، فقد فازت ثقة بَفِت بمفهوم جيكو الأساس بجائزة جزيلة، حيث زادت الشركة من حصتها في السوق بين عامي 1996 و 2003 من 2,7% إلى 5% . لكن العثرة الأكبر وقعت عام 2000 حين تحوَّل كثير من المؤمَّن عليهم إلى شركات تأمين أخرى بعدما أخفقت حملة إعلانية كبيرة جداً (كلَّفت 260 مليون دولار) في جلب الكثيرين إلى الشركة كما كان مخططاً له.

بدأت الأمور تستقر عام 2001، وبحلول عام 2002 عادت جيكو إلى مسارها، وبدأت تنمو في سوق الأسهم والأرباح، فحصدت في ذلك العام أقساطاً تأمينية بلغت 6,9 مليار دولار. وهذه قفزة هائلة انطلاقاً من 2,9 مليار عام 1996 حين امتلكتها بيركشير برُمَّتها. وفي نيسان/أبريل 2003 حققت هدفاً خارقاً بإضافة المؤمَّن عليه رقم خمسة ملايين إلى زبائنها. وعند حلول نهاية العام ضخَّ هؤلاء الملايين الخمسة المؤمَّن عليهم أقساطاً تأمينية بلغ مجموعها 8,1 مليار دولار.

ركزت جيكو جهودها على إقامة علاقة طويلة الأمد مع زبائنها، ذلك أن هوامش أرباحها تزيد مع زيادة مدة ارتباط المؤمَّن عليه بها. وحين تسلَّم بَفِت الشركة عام 1996 أدخل نظاماً جديداً للحوافز يكافئ هذا التركيز، فتم بموجبه تخصيص نصف المكافآت لعقود التأمين التي لاتقل مدتها عن سنة واحدة، ونصفها الثاني لتزايد عدد المؤمَّن عليهم.

كان زبون جيكو يؤمِّن وسطياً على أكثر من سيارة واحدة ويدفع سنة بعد سنة أقساطاً تصل سنوياً إلى حوالي 1,100 دولار. لكن سجله في القيادة ممتاز، وهذا يؤدي إلى حساب إقتصادي بسيط أوضحه بَفِت ذات مرة بقوله. «يَدخل من النقود أكثر مما يَخرج».[3]

دفع بَفِت ـ منذ هبوط سعر السهم إلى دولارين فقط عام 1976 أيام الصفقة الرابحة ـ مايقارب سبعين دولاراً بالسهم الواحد في بقية الشركة عام 1996، ولم يعتذر، فهو يعدّ جيكو GEICO شركة لامثيل لها، واعدة بلا حدود وقيمة تساوي دفع سعر ضخم بها. عليك ـ من خلال هذا المنظور ـ أن تدفع السعر

الأعلى دون تذمّر إذا أردت أحسن الشركات الحسنة حين توفرها. لقد كان لتشارلي مُنغر- شريك بَفِت - أثر عميق في هذا الأمر.

في ظل علاقة العمل الحميمة التي تربط الرجلين، يحسن الرهان على القول إن لدى مُنغر الكثير من الكلام عن قرار بيركشيَر التاميني الكبير الآخر.

شركة جنرال ري المساهمة *General Re Corporation*

دفع بَفِت 2,3 مليار دولار عام 1996 لشراء النصف الذي لم يكن يملكه من شركة جيكو GEICO، وبعد سنتين دفع سبعة أضعاف هذا المبلغ - حوالي 16 مليار دولار على شكل أسهم في شركة بيركشير هاثاويه - كي يستحوذ على شركة إعادة تأمين تدعى جنرال ري General Re[4]. فكان ذلك أكبر استحواذ قام به حتى ذلك الحين، وعدّه بعضهم الحدث الفريد الأكبر في تاريخ بيركشيَر.[5]

يجهل كثير من الناس قطاع إعادة التأمين - كجزءٍ من صناعة التأمين - لأنه لايتعامل بمنتجات مألوفة مثل التأمين على الحياة أو ممتلكات أصحاب البيوت أو السيارات، ذلك أن المؤمَّنين فيه يؤمّنون مع شركات تأمين أخرى، حيث تتحمل شركة إعادة التأمين نسبة مئوية من الخطر الذي تتحمله شركة التأمين الأصلية، وذلك بموجب عقد يفصِّل كيفية توزيع بدلات التأمين والخسائر. وهذا يفسح المجال أمام المؤمِّن الرئيس لِتحمُّل مستوى أعلى من الأخطار، ويقلل في الوقت نفسه من حاجته إلى رأسمال تشغيلي ويعدِّل من نسب خسائره.

تتلقى شركة إعادة التأمين من ناحيتها حصة من البدلات المكتسبة كي تستثمرها كما تشاء، وفي شركة جنرال ري تم الاستثمار في السندات من حيث المبدأ، وكان هذا في الواقع جزءاً من استراتيجية بَفِت حين اشترى الشركة.

حين استحوذ بَفِت على شركة جنرال ري كانت تملك حوالي 19 مليار دولار في السندات، وخمسة مليارات أخرى في الأسهم، وخمسة عشر ملياراً أخرى واردات غير مخصصة. وقد حقق بَفِت تخفيضاً ذكياً لرصيد ممتلكات بيركشيَر الإجمالية من الأسهم من ثمانين إلى ستين بالمئة حين أقدم على شراء شركة

جنرال ري ومحفظتها الاستثمارية الإجمالية بشكل مدروس وباستخدام أسهم شركة بيركشيِّر. وحينما قضى حكم مصلحة الإيرادات الدولية IRS الصادر في أواخر عام 1998 بأن الإندماج لا يشتمل على أرباح رأسمالية كان ذلك بمنزلة «بيع» قام به لعشرين بالمئة من ممتلكات حقوق المساهمين في شركة بيركشيِّر، وبذلك تملَّص بمهارة من أسوأ تقلبٍ في أسعار الأسهم، دون أن يخضع للضرائب.

التغيير الهام الوحيد الذي حصل في العاملين لديه بعد الاندماج هو إلغاء قسم الاستثمار في شركة جنرال ري والذي ضمَّ حوالي مئة وخمسين شخصاً يعملون في تحديد الجهة التي ستوضع فيها صناديق الشركة الاستثمارية. حيث استبدِلوا جميعاً بفرد واحد هو وورن بَفِت.

مرَّت شركة جنرال ري بُعَيدَ شرائها من قبل شركة بيركشيِّر بواحدة من أسوأ سنوات وجودها، ففي عام 1999 سددت كما هو معروف مطالبات ناجمة عن الكوارث الطبيعية (عاصفة بَرَدٍ في أوستراليا، وزلازل في تركيا، وسلسلة من عواصف مدمِّرَة في أوروبا) وعن حريق أتى على أكبر منزل في التاريخ، وعن الإخفاق الهائل في عالم السينما (حيث سبق لها أن أمَّنت على إيرادات شباك التذاكر). ومما زاد الأمور سوءاً وقوعُ تجمعٍ لشركات التأمين وإعادة التأمين ـ ضمَّ شركة جنرال ري ـ في حبائل ورطة تعويض العمال التي انتهت بمقاضاة متفاقمة وتعرضت لخسائر بلغت حوالي 275 مليون دولار خلال سنتين متواليتين: (1998 و 1999).

المشكلة التي اتضحت فيما بعد هي أن شركة جنري GenRe* كانت تقيِّم أسعار عقود التأمين فتطرحها بأقل مما يجب. تذكروا أن أقساط التأمين الواردة ستُدفع في نهاية المطاف للمؤمَّنين الذين تتحقق لهم مطالبات، وحين يزيد المدفوع عن المقبوض تكون النتيجة خسارة في نسَب تقدير الأخطار. تطلق عبارةُ

---

*GenRe هي اختصار لاسم شركة جنرال ري General Re الكامل (المعرِّب)

(كلفة الإيرادات غير المخصصة في تلك السنة) على نسبة هذه الخسارة مقسومة على أقساط التأمين المقبوضة خلال سنة ما. وحين يتوازن طرفا المعادلة تنعدم هذه الكلفة، وهذا أمر جيد، والأفضل هو أن تكون أقل من الصفر أو سلبية. وهذا يحدث إذا زادت أقساط التأمين عن تسديدات الخسائر، وتؤدي بذلك إلى أرباح ناجمة عن تقدير الأخطار. فالمال ـ بالمعنى الحرفي ـ يُعطى للمؤمِّن كي يحافِظ على رأسماله.

الإيرادات غير المخصصة أمر رائع ـ حسب تعليقات بَفِت في غالب الأحيان ـ مالم تكن عالية التكلفة. تؤثر أقساط التأمين المنخفضة جداً أو الخسائر المرتفعة اللامتوقعة سلباً على تكاليف هذه الإيرادات، وحين يحدث الأمران معاً تتزايد هذه التكاليف بصورة هائلة.

وهذا بالضبط ما وقع لشركة جنري GenRe دون أن تتضح معالمه في البداية، لكن بَفِت أدرك منذ أوائل عام 1999 أن أسعار عقود التأمين تقدَّر بأدنى من حقيقتها؛ فتصدى لإصلاحها، وهذا ما لا يظهر أثره بين عشية وضحاها. لكن الشركة تعرضت خلال عام 2000 لخسارة بلغت 1,6 مليار دولار نجمت عن الخطأ في تقدير الأخطار، وأدت إلى تحميل الإيرادات تكاليف مقدارها 6%. ومع ذلك شعر بَفِت بقدرته على أن يبين للمساهمين من خلال التقرير السنوي لعام 2000 أن الحالة في تحسّن، وأنه يتوقع استمرار الإتجاه نحو الأعلى، ثم أضاف في لحظة رهيبة تستشرف عفوَ الخاطر صورة المستقبل: «إننا نتوقع أن تنخفض هذه التكاليف عام 2001 إن لم تقع كارثة هائلة جداً».[6] وبعد حوالي ستة أشهر، وفي الحادي عشر من أيلول/ سبتمبر، أصيبت الأمة بضربة كبيرة مزقت روحها بسبب مصيبة أشد هولاً مما كان لأحد أن يتصورها.

قال بَفِت في رسالة ترافقت مع تقرير الربع الثالث من عام 2001 إلى

المساهمين: «الكارثة الهائلة ليست مفاجأة، فهي تقع بين حين وآخر، والتي وقعت لن تكون الأخيرة. إننا لم نضع سعراً لكارثة هائلة من صنع الإنسان، ولقد كنا على درجة من الحماقة أننا لم نفعل ذلك».[7]

قدَّر بَفِت مجموع الخسارة الناجمة عن الخطأ في تقدير قيمة الأخطار التي مُنِيَت بها شركة بيركشيَر بسبب هجمات الحادي عشر من أيلول/ سبتمبر الإرهابية بمبلغ 2.275 مليار دولار تحملت منها شركة جنري 1,7، وهذه الخسارة أحدثت فيها تغييراً شديداً ومفاجئاً، إذ اتخذت خطوات أكثر صرامة للتأكد من أن أسعار عقود التأمين وُضِعت بشكل صحيح، وأن هناك احتياطات مالية كافية لتسديد المطالبات. نجحت هذه المُناورات التصحيحية، وبعد خمس سنوات من الخسائر أظهرت الشركة عام 2002 أول ربح خاص بتقدير الأخطار، مما دفع بَفِت إلى أن يعلِن في اجتماع عام 2002 السنوي «إننا عدنا».

❖❖

وورن بَفِت معروف بنظرته البعيدة. وهو أول من اعترف ـ بصراحته المسجلة له كعلامة تجارية ـ أنه لم يُدرك مشكلات شركة جنري. وهذا في حد ذاته يثير الاهتمام والسخرية الغريبة من قبل مراقبيه. إن التعقيد الكائن في عالم التأمين يعكسه هذا الوضع الذي أخطأ فيه شخص مثله يتميز بخبرة بالغة في رؤية المشكلات. ولو أنها كانت واضحة للعيان لما دفع الثمن الذي دفعه في الشركة، وأنا على أتم الثقة بذلك، ولكني متأكد إلى حدٍّ معقول بأنه أمضى هذا الشراء بسبب نظرته الثاقبة طويلة الأمد.

هنالك أمور واعدة هائلة في خبايا صناعة إعادة التأمين، والشركة التي تدار بصورة جيدة يمكن أن تولِّد قيمة هائلة للمساهمين، وعند بَفِت الخبر اليقين. لكن ذلك ـ ورغم المشكلات قصيرة الأمد التي نجمت عن أخطاء شركة جنري

في التسعير، وقد اشتراها بما فيها من الأخطاء ـ لاينفي المفهوم الأساس الراسخ لديه في أن شركة إعادة التأمين ذات الإدارة الجيدة يمكن أن تولّد قيمة كبيرة لشركة بيركشير، ولقد نجح بَفِت بغريزته في هذا الوضع في حل المشكلات ولم يترك الشركة تحت عبء هذه الأخطاء.

لم يبخل بَفِت ـ كما هي عادته ـ في الاعتراف بفضل مديري الشركة في استرجاع الانضباط إلى تقدير الأخطار بقيمتها الحقيقية من خلال وضع أسعار منطقية لعقود التأمين وتشكيل احتياطات مالية كافية، وكتب ـ في رسالة عام 2003 الموجهة إلى المساهمين ـ إن شركة جنرال ري «ستشكل دافعاً قوياً وراء شركة بيركشيَر نحو الربحية المستقبلية».[8]

إن شركة جنرال ري ـ عند كتابة هذه الأسطر ـ واحدة من شركتين عالميتين لإعادة التأمين تتميزان بالتصنيف الممتاز «AAA»، والشركة الأخرى ـ ناشنال إينديمنِتي National Indemnity لإعادة التأمين ـ هي أيضاً من شركات بيركشيَر.

مجموعة بيركشير هاثاويه لإعادة التأمين

أعمال شركة ناشنال إينديمنِتي التأمينية ضمن شركة بيركشيَر هي صيحة مدوّية من الشركة التي اشتراها بَفِت عام 1967، فهي لاتتمتع بفلسفة مغايرة، وإن اختلفت في عملها ومداها.

هنالك ناحية لم تكن موجودة في شركة ناشنال إينديمنِتي ـ تحت ظل مؤسسها جاك رينغوولت Jack Ringwalt هي قسم إعادة التأمين، الذي يُدار اليوم من مكتبها بستامفورد Stamford في كونيكتيكُت Connecticut ويساهم بقوة في إيرادات شركة بيركشيَر.

يقوم على رأس مجموعة إعادة التأمين أجيت جين Ajit Jain، الذي ولِد في الهند، ودرس في المعهد الهندي للتكنولوجيا وفي هارفرد Harvard، ويتندّر اليوم بأنه ـ حين التحق بشركة بيركشير عام 1982 ـ لم يكن يعرف حتى تهجئة كلمتي إعادة التأمين، ومع ذلك فقد أقام عملاً يدرُّ أرباحاً هائلة، ويكيل له بَفِت أزكى الثناء عاماً بعد عام.[9]

تستطيع مجموعة إعادة التأمين ـ التي تنطلق في عملها من أرضية شركة بيركشير المالية القوية ـ أن تنظم عقوداً تترفع بها عن شركات أخرى، وحتى عن شركات إعادة التأمين. ولا تنظَّم من قبل غيرها بسبب غرابتها: ومنها عقد يؤمِّن ضد إصابة «نجم النجوم» لاعب البيسبول أليكس رودريجيز Alex Rodrigez لصالح فريق البيسبول تكساس رينجرز Texas Rangers، أو على مبلغ مليار دولار ضد الدفع من يانصيب شبكة الاتصالات العالمية «الإنترنت»، وهذا ما علّق عليه أحد نواب الرئيس في قسم إعادة التأمين بقوله: «طالما أن قسط التأمين أعلى من الاحتمالات، فنحن مرتاحون».[10]

إن حجم المبالغ الناجمة عن تقدير الأخطار في شركات إعادة التأمين ليس جذاباً على الدوام، لكنه مُربح للغاية. فهناك إيرادات مميَّزة حصلت عامي 2002 و2003 حين زاد كثير من الشركات والأشخاص تغطياتهم التأمينية في أعقاب الحادي عشر من أيلول/ سبتمبر وبشكل لافت للنظر في غالب الأحيان. ومع ذلك فلم تحصل خسائر مأسَوية في السنتين التاليتين، ولقد حصَّلت مجموعة بيركشيَر هاثاويه عام 2003 أقساطاً تأمينية بلغ مجموعها 4,43 مليار دولار، مما جعل إيراداتها غير المخصصة أدنى بقليل من 14 مليار دولار.

الأهم أن نذكر أن تكاليف هذه الإيردات في ذلك العام كانت سلبية بنسبة 3%، مما يعني انعدام التكلفة، بل تحولها إلى أرباح (تذكروا أن «السلبي» في هذه الحالة هو إيجابي). ويعود ذلك إلى أن مجموعة إعادة التأمين حققت عام 2003

أرباحاً زادت عن المليار دولار ناتجة عن تقييم أقساط التأمين ضد الأخطار (أقساط أكبر من المدفوعات). وللمقارنة فإن أرباح شركة التأمين على مستخدمي الحكومة ـ جيكو GEICO ـ من التأمين ضد الأخطار بلغ 452 مليون دولار، وأرباح جنرال ري 145 مليوناً.

فلا غَرْوَ إذن أن يقول بَفِت عن جين Jain: «يجب أن تطيل من انحنائك أمام أجيت Ajit حين تراه في اجتماعنا السنوي».[11]

يفهم وورن بَفِت Warren Buffettعمل التأمين بطريقة لاتفهما إلا حَفنة من الناس. ذلك أن نجاحه مُستمَدٌّ في معظمه من الإقرار بخصوصية السلعة في الصناعة ورفع شركات التأمين الى مستوى الفروع المستقلة عن الشركة إدارياً ومالياً مع الاحتفاظ باسمها فقط.

تبيع شركات التأمين منتجاً لايمكن تمييزه عما يبيعه المنافسون، لأن عقود التأمين نموذجية، ويمكن نسخها من قبل أي شخص. وليس ثمَّة علامات تجارية ولا براءات ولا مزايا خاصة في المجال أو المواد الأولية. ومن السهل العمل بموجب امتياز. كما أن بدلات التأمين كتاب مفتوح للجميع: فالتأمين ـ بتعبير آخر ـ إنتاج سلعي.

الطريقة الشائعة في الحصول على حصة في سوق عالم السلع هي تخفيض الأسعار. رغبت الشركات الأخرى خلال اشتداد التنافس ببَيع عقود التأمين بأسعار أقل من التكلفة بدلاً من مواجهة مخاطر فقدان حصتها في السوق. لكن بَفِت ظل صامداً: لن ينتقل عمل بيركشيّر التأميني إلى الخسارة. ولم يحدث هذا إلا مرة واحدة ـ في شركة جنرال ري ـ وضُبط بَفِت متلبساً بالجهالة في هذا الأمر.

يمكن أن تنتظم على الدوام عقوداً تأمينية صمّاء. فثمةٌ سوق لها، وهي مثيرة لمشكلات كبيرة. ذلك أن اليوم الأول الذي يُدفع فيه قسط التأمين هو اليوم الأخير الذي ترى المال فيه. وبعد ذلك يذهب كل شيء، وهذا ليس هدف حياتنا.[12]

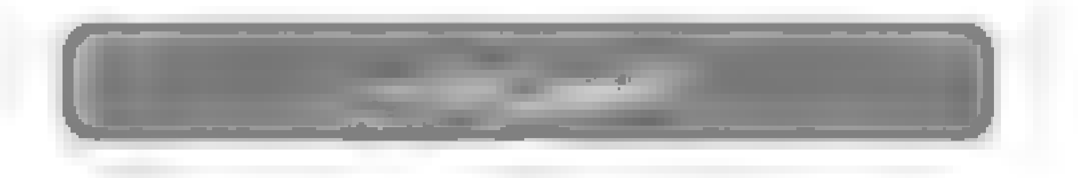
وورن بَفِت، 2001

لم يرغب بَفِت في المنافسة بالأسعار، بل في البحث عن تميُّز لشركات التأمين التي تملكها بيركشيَر بطريقتين: الطريقة الأولى قوتها المالية. فهي اليوم تحتل المرتبة الثانية في الإيرادات والأرباح السنوية، بعد مجموعة التأمين الأمريكية AIG، في مجال صناعة التأمين على مخاطر الممتلكات العارضة. كذلك فإن نسبة محفظة بيركشيَر الاستثمارية (35,2 مليار دولار) إلى حجم أقساط التأمين (8,1 مليار دولار) أعلى بكثير من المعدل السائد في الصناعة.

والطريقة الثانية هي طريقة التفريق التي تشتمل على فلسفة بَفِت في تحديد جُعالات التأمين ضد الأخطار، وهدفه بسيط هو أن تنفذ حجماً كبيراً من التأمين، ولكن بأسعار معقولة. فإذا كانت الأسعار منخفضة اقتنعَ بَفِت بكمية صغيرة جداً من العمل. وهذه الفلسفة سارية في شركة ناشنال إنديمنِتي National Indemnity من قبل مؤسسها جاك رينغوولت Jack Ringwalt. يقول بَفِت إن بيركشيَر لم تتنازل بإرادتها عن هذا المبدأ في تحديد الجُعالات منذ ذلك الحين. والاستثناء الوحيد هو شركة جنرال ري التي تدنى تقدير أسعارها عن حقيقته بسبب العبء الكبير على مجمل أداء بيركشيَر لسنوات عديدة، وتم اليوم تصحيح هذا الوضع المُحزن.

تميَّزت عمليات شركة بيركشيَر التأمينية عن بقية الشركات في هذه الصناعة بفعل قوة بيركشيَر المالية الممتازة. ولسوف تقف شامخة باعتبارها مزوِّدة دائمة للتأمين حينما يختفي المنافسون من السوق بسبب الرعب الذي انتابهم من الخسارة الأخيرة التي نزلت بهم. وبعبارة موجزة فإن الأمانة المالية التي فرضها بَفِت على شركات بيركشيَر التأمينية أوجدت فرعاً مستقلاً عنها مالياً وإدارياً يمارس أعمالاً سلعية. ومن غير المُدهش أن يكتب بَفِت بطريقته النموذجية التي لاعِوَج فيها: «إن التأمين عملنا الرئيس».[13]

إن النهر النقدي الذي يتولَّد من خلال عمليات بيركشيَر التأمينية يُحيِّر الألباب، فقد بلغ حوالي 44,2 مليار دولار عام 2003. لكن الأشياء التي فعلها بَفِت بهذه النقود تعرِّف به وبشركته. وهذا ما يحملنا إلى الفصل التالي.



شراء العمل

شركة بيركشير هاثاويه المحدودة Berkshire Hathaway, Inc معقدة، ولكنها أقرب إلى البساطة، فهي تملك بخجلٍ (في هذه اللحظة) مئة عمل مستقل، تضم شركات التأمين الموصوفة في الفصل السابق، ومجموعة واسعة الطيف من الشركات غير التأمينية تم الاستحواذ عليها من خلال الجدول المالي الذي ولَّدته عمليات التأمين، كما اشترت بالنهر النقدي المتولِّد عن التأمين سندات وأسهم شركات مطروحة للتداول. إن طريقة وورن بَفِت Warren Buffett الواقعية ـ في البحث عن شركة يدرسُ شراءَها كاملة، أو يقيِّمها ليشتري أسهماً فيها ـ تسري في عروق جميع هذه الشركات على حدٍّ سواء.

لايعتقد بَفِت بوجود أية فروق جوهرية بين هذين النوعين، فكلاهما يوصلانه إلى نتيجة واحدة هي أن يصبح صاحب الشركة، ولذلك يرى أن كلا القرارين يجب أن ينبُعا من نظرته التملكية. وهذا هو الأمر الأهم في إدراك أسلوب بَفِت الاستثماري: شراء الأسهم يعني شراء عمل ويتطلب المبدأ نفسه، غير أن الواقع يشير إلى تفضيله الشراء المباشر، فهو يُمَكنه من التأثير في شأنٍ يعدّه الأكثر خطورة على الشركة: ألا وهو تخصيص رأس المال، لكنه يختار امتلاك حصة من الشركة من خلال شراء أسهمها العادية حين تمثل الأسهم قيمة أفضل.

يتبع بَفِت الاستراتيجية نفسها في كلا الحالتين: البحث عن شركات يفهمها، وتتميز بتاريخ ربحي راسخ متوالٍ وتطلعات مستقبلية حسنة طويلة الأمد وتبيِّن عائداً جيداً على حقوق المساهمين وديوناً قليلة، ويقوم

عليها أشخاص أكفاء أمناء، والأهمّ أن تعرَض بأسعار جذابة. وهذه الطريقة ـ التي تركز على تطلّع المالك إلى استثمارات واعدة ـ هي حجر الأساس في أسلوبه.

> **كل ما نريده هو أن ندخل في أعمال نفهمها، ويقوم على إدارتها أشخاص نحبهم، وتكون أسعارها جذابة بشأن ما يُنتظر منها في المستقبل[1].**
>
> **وورن بفِت، 1994**

وبما أنه يعمل منطلِقاً من تطلعات المالك المستقبلية المذكورة، حيث يكون شراء الأسهم نظيراً لشراء الشركات، فالعكس صحيح أيضاً، والمبادئ ذاتها تنطبق في الحالتين. ولذلك فكل الأمرين يحتويان دروساً هامة لنا.

تستعرض الفصول التالية من الخامس وحتى الثامن ضمناً وصفاً لهذه المبادئ بشيء من التفصيل: وتشكل مجتمعة «طريقة وورن بفِت في الاستثمار» كما أسميتها. وتنطلق من العقل الباطن في غالب الأحيان كلما فكر بشراء أسهم شركة أو الاستحواذ على شركة بكاملها. وسيأخذنا هذا الفصل في جولة سريعة على أرضية عدد من هذه المشتريات كي نفهم العِبَر التي تتحِفنا بها.

لوحة فسيفساء تضم العديد من الأعمال

الوسيلة الأفضل لإدراك حقيقة شركة بيركشيَر هاثاويه المحدودة هي النظر إلى وضعها الراهن على أنها شركة قابضة *. إذ تضم في مُقتنياتها الكثيرة صحيفة وشركة حلوى وسلسلة مطاعم «همبرغر» و«بوظة»، ومعمل أحذية

---

*الشركة القابضة holding company هي شركة تمتلك عدداً كافياً من الأصوات التي لها حق التصويت في شركة أخرى مما يمكنها من السيطرة على إدارتها وعملياتها من خلال التأثير على أصحاب مجلس إدارتها (قاموس مصطلحات المصارف والمال والاستثمار ـ الطبعة الثانية ـ تحسين التاجي الفاروقي، مكتبة لبنان ناشرون، الطبعة الثانية 2005، ص335).

ويستيرن Western عالية السوق ومحلات مجوهرات وموردٌ إطارات الصور حسب الطلب وشركات دهانات وتصنيع وتوزيع الملابس ومكانس كهربائية ومِرْفقاً عاماً وشركتي أحذية إضافة إلى اسم يُدوّي في ميدان الملابس الداخلية، وغيرها.

بعض هذه الشركات ـ وخصوصاً منها التي تم الاستحواذ عليها مؤخراً ـ هي جواهر عثر عليها بَفِت بطريقته النموذجية التي يتفرَّد بها، ويعلن عنها في تقارير شركة بيركشيَر هاثاويه السنوية.

معاييره لاعِوَج فيها: عمل بسيط مفهوم يتميز بقدرة ربحية ثابتة متوالية وعائد جيد على حقوق المساهمين ودَين قليل وإدارة جيدة. يتركز اهتمامه على الشركات التي تقع بين حدَّين: خمسة مليارات وعشرين، والأفضلية للأكبر، ولا تهمه الاستحواذات الهجومية أو أداؤها في سابق أيامها أو الأوضاع المؤقتة التي لم يُحسم موضوع أسعارها، وهو يعِد بالسِّرِّية المطلقة والرد السريع.

ولطالما أورد في التقارير السنوية عن شركة بيركشيَر هاثاويه وفي تعقيباته الموجهة إلى المساهمين وصفاً لاستراتيجيته الاستحواذية فقال: «إنها علمية جداً: نجلس ـ تشارلي وأنا ـ وننتظر رنين الهاتف، وربما أخطأ المتصل بالرقم»[2].

لكن الاستراتيجية تثمر، إذ استحوذ بَفِت ـ من خلال هذا الإعلان العام ومؤشرات من مديري شركات بيركشيَر الحالية ـ على سلسلة مذهلة من الأعمال الناجحة التي ضمتها بيركشيَر منذ سنين وأصبحت قصصها من أخبار بَفِت المأثورة.

مازالت شركة سيز كاندي شوبس ـ See's Candy Shops على سبيل المثال ـ واحدة من شركات بيركشيَر التابعة منذ عام 1972. وهي جديرة بالذكر لأنها تمثل المرة الأولى التي ابتعد فيها بَفِت عن قول بن غراهام Ben Graham المأثور في عدم شراء غير ذات القيمة المنخفضة. بلغ سعر شرائها الصافي

ثلاثين مليون دولار، وهو يعادل ثلاثة أضعاف قيمتها الدفترية، لكن قرار الشراء جيد دون شك، إذ بلغت أرباحها قبل الضريبة عام 2003 وحده تسعة وخمسين مليون دولار؛ أي ضعفي سعر الشراء الأصلي تقريباً.

ذكَّر تشارلي مُنغر Charlie Munger بقصتها ـ بعد 25 سنة من شرائها ـ فقال في اجتماع بيركشيَر السنوي عام 1997 : «تلك هي المرة الأولى التي ندفع فيها قيمة الجودة.» وأضاف بَفِت إلى ذلك قوله : «لو لم نشترِ سيز See's لمااشترينا كوك Coke.»[3] وستتوضح أهمية هذا التعليق الكاملة في هذا الفصل.

شركة أخرى من تابعات بيركشيَر المشهورة هي نبراسكا فيرنِتشر مارت Nebraska Furniture Mart، التي تأسست عام 1937 ـ في أوماها Omaha مسقط رأس بَفِت ـ على يد مهاجرة روسية تدعى روز بلَمْكِن Rose Blumkin حين استحصلت على 500 دولار لافتتاح متجر صغير في قبو منزلها لبيع الأثاث. وفي عام 1983 دفع بَفِت لتلك السيدة ـ التي اشتهرت باسم السيدة ب Mrs.B ـ 55 مليون دولار لقاء 80% من متجرها.

تضم هذه الشركة اليوم ثلاث وحدات بيع بالتجزئة على قطعة أرض واحدة مساحتها 1,2 مليون قدم مربع وتتفوق مبيعاتها من الأثاث المنزلي على أية شركة أخرى في البلاد، وتدانيها في المركز الثاني بعدها شركة مارت Mart الثانية التي افتتِحت عام 2002 في كنزاس سيتي Kansas City ربط بَفِت نجاح هذا العمل الذي يحتل 450,000 قدم مربع ـ بالسيدة ب Mrs. B الخارقة التي بقيت على رأس عملها إلى أن توفيت عن عمر بلغ 104 سنوات ـ فقال في رسالته الموجهة إلى المساهمين عام 2003: «أحد وجوه الحكمة الذي نطقت به هو:إذا عرضت بضاعتك بأرخص الأسعار بحث عنك الزبون ولو كنت في قاع النهر. لقد صحَّت مقولتها في متجرنا الذي يخدم كنزاس سيتي ويوجد في إحدى المناطق التي يتبعثر فيها السكان، ويتزاحم فيه الزبائن رغم وجود مواقف للسيارات تزيد مساحتها عن خمسة وعشرين فداناً وتغصّ بهم في كثير من الأحيان.»[4]

في كانون الثاني 1986 دفع بَفِت 315 مليون دولار نقداً بشركة سكوت أند فريتزر Scott & Fretzer Company وهي مؤسسة مركبة تضم إحدى وعشرين شركة منها مصانع مكانس كيربي Kirby الكهربائية وموسوعة وورلد بوك *World Book*، وتمثل أكبر استحواذ شركات في تاريخ بيركشيَر حتى ذلك الوقت وتفوَّقت على توقعات بَفِت المتفائلة. ومثلت نمطاً لمؤسسة ولَّدت عوائد كبيرة على حقوق المساهمين لقاء مبلغ ضئيل من الدَّين. وهنا يكمُن أحد الأمور التي يفضلها بَفِت، الذي رأى أن عائدها على حقوق المساهمين جعلها في الحقيقة تحتل بكل سهولة على فورشن Fortune 500 رأس قائمة الـ 1% .

تشكل الشركات المتنوعة التي تضمها هذه المؤسسة مجموعة من المنتجات الصناعية التخصصية (التي تصل إلى أن توصَف بالمسببة للضجر)، لكن الشيء الذي تصنعه في الواقع هو المال لصالح بيركشيَر هاثاويه التي تلقت منها أكثر من 100% من أرباحها الموزعة ـ منذ أن اشتراها بَفِت ـ ناهيك بالزيادة التي حققتها في أرباحها الذاتية.

تحوَّل وورن بَفِت في السنوات الأخيرة بالمزيد من اهتماماته نحو شراء شركات بدلاً من شراء أسهم. والقصة التي تحكي عن استحواذه على هذه الشركات المتنوعة مُمتعة بحد ذاتها، وربما تعطي هذه القصص بمجموعها نظرة ثاقبة دقيقة في الطريقة التي يَنظر من خلالها إلى الشركات. وسنستعرض في هذا الفصل ثلاث من أحدث استحواذاته لبيان الطيف الواسع للصناعات التي تضمها شركة بيركشيَر:

● فرُت أوف ذَ لوم Fruit of the Loom التي تنتج ثلثي الملابس الداخلية الخاصة بالرجال والأولاد المباعة في الولايات المتحدة، واشتريَت عام 2002 بمبلغ 835 مليون دولار ينخفض إلى 730 مليوناً صافية بعد احتساب الفائدة المكتسبة على الديون التي تحملتها.

- غاران Garan التي تنتج ملابس الأطفال وتضم خط غارانيمالز Garanimals الشهير، وتم شراؤها بمبلغ 270 مليون دولار عام 2002 .

- مايتِك MiTek التي تنتج عناصر إنشائية لصناعة البناء، وتم شراؤها عام 2001 بمبلغ 400 مليون دولار. ثمّة أمر ممتع في هذه الصفقة هو أن بيركشيَر تملك اليوم 90% فقط من هذه الشركة، أما القسم المتبقي فيملكه خمسة وخمسون مديراً يحبون شركتهم ويريدون أن يكونوا جزءاً من المالكين. وهذه الروح التي تتميز بالمغامرة التجارية هي التي يبحث بَفِت عنها.

- لارسون ـ جول Larson-Juhl المورِّدة الرائدة لإطارات الصور حسب الطلب وتم شراؤها بمبلغ 225 مليون دولار عام 2001 .

- كورت بيزنِس سيرفيسز CORT Business Services التي تؤجر مفروشات مكتبية فاخرة للمكاتب والشقق التي تمتلكها الشركات، وتم شراؤها بمبلغ ٤٦٧ مليون دولار عام 2000 مديونة بمبلغ 83 مليون دولار.

- بِن بريدج جويلر Ben Bridge Jeweler، وهي سلسلة محلات مجوهرات على الساحل الغربي تحت إدارة العائلة نفسها منذ أربعة أجيال، وقد ربطت عائلة بريدج عملية البيع بشرط بقائها في إدارتها، وتم شراؤها عام 2000 بمبلغ لم يعلن عنه.

- جستَن إندستريز Justin Industries التي تصنع أحذية ويسترن Western ذات السوق العالية (جستن Justin، و توني لاما Tony Lama وغيرها من العلامات التجارية الأخرى). وتصنع الآجرّ أيضاً تحت الاسم التجاري آكم Acme، وتم شراؤها بمبلغ 600 مليون دولار عام 2000.

- بنيامين مور Benjamin Moore التي تقوم بتصنيع الدهانات منذ 121 سنة، وتم شراؤها بمبلغ مليار دولار عام 2000.

● شو إندستريز Shaw Industries وهي أكبر صانع للسجاد في العالم، وتم شراء 87% منها عام 2000 والباقي عام 2002 بملياري دولار أمريكي، وهي اليوم أكبر أعمال بيركشير باستثناء التأمين، وقد حققت أرباحاً بلغت 436 مليون دولار عام 2003 .

كليتون هومز *CLAYTON HOMES*

انطلق جيمس كليتون James Clayton ابن أحد جامعي الأسهم في تينيسي Tennesseeعام 1966 بشركة بيوت متحركة، بمال مستقرَضٍ قدره 25,000 دولار. وخلال أربع سنوات وصلت مبيعاتها السنوية إلى 700 منزل، وهي اليوم اكبر صانع للبيوت الجاهزة في الولايات المتحدة، حيث حققت عام 2003 مبيعات بلغت قيمتها 1,2 مليار دولار. تتراوح أنماط المنازل بين (500 قدم مربع بسعر عشرة آلاف دولار) وبيت فاخر (بمبلغ مئة ألف دولار ومساحة 1,500 قدم مربع، ويتميز بأرضية من الخشب الصلب وأجهزة منزلية من الفولاذ الذي لايصدأ ومطابخ فاخرة).

تمتلك شركة كليتون في الولايات المتحدة الأمريكية حوالي 976 منفذاً للبيع بالتجزئة تشتمل على 302 متجر و86 مكتباً للبيع في الأحياء، و588 مُجَمَّعاً سكنياً مُصنَّعاً تنتشر في 33 ولاية، إضافة إلى شركات تابعة تعمل في الخدمات المالية والإقراض والتأمين. وقد طرحت الشركة أسهمها على الاكتتاب العام سنة 1983 واستحوذت بيركشيَر هاثاويه عليها سنة 2003 بمبلغ 1,7 مليار دولار.

اكتسب جيمس كليتون خبرته وتعليمه بشِق الأنفس، حيث دفع نفقات تعليمه في جامعة تينسي Tenessee من خلال عمله عازف غيتار كي يُخرج نفسه من نطاق العملين المرهقين لوالديه. (إذ كان أبوه يعمل في جني القطن وأمه في معمل قمصان)، واتخذ لنفسه عملاً جزئياً في نهاية المطاف مضيفاً في برنامج المنوعات الأسبوعي ستارتايم Startime في تلفاز نوكسفيل Knoxville، ومارس

الغناء مع أشخاص مثل دولي بارتون Dolly Parton، وأسس ـ مع أفراد رابطته الأخوية ـ خلال وجوده في الكلية شركة للسيارات المستعملة، لكنها أفلست عام 1961 حينما طالب المصرف باسترداد قرضه. «ظنَّ والداي بشكل مؤكد أننا ماضون إلى السجن، فقطعتُ على نفسي عهداً لم أخالفه: لن أتذلل للمصرف مرة ثانية».[5]

يمثل الاستحواذ على شركة كليتون هومز قصةً نموذجية عن بَفِت، ولكنها ليست كذلك في بقية عالم الأعمال.

وجْه القصة الأول أن لِبَفِت باعاً قليلاً في هذه الصناعة، حيث اشترت بيركشيَر عام 2002 أسهماً عالية المخاطر في شركة أوكوود هومز Oakwood Homes التي تصنع بيوتاً متحركة أيضاً، دون أن يعلم حينئذ شيئاً عن «الممارسات الفظيعة لعمليات تمويل المستهلك» والتي شاعت في تلك الصناعة، واعترف بمحض إرادته: «ولكنني تعلمت»، وأضاف «وسرعان ما أفلست شركة أوكوود.»[6]

قبيل شهر شباط / فبراير 2003 أحضر آل أوكزييه Al Auxier ـ أستاذُ المالية في جامعة تينيسي ـ مجموعة من طلبة الماجستير إلى أوماها لمقابلة بَفِت وقضاء «ساعتين من الأخذ والرَّد» على حد قوله، وهي المرة الخامسة التي يقوم فيها أوكزييه بهذه الرحلة، وقد أصبح تقليداً لدى الطلبة الزائرين أن يقدموا لِبَفِت هدية تعبيراً عن شكرهم له، وكانت هذه المرة سيرة جيمس كليتون الذاتية الذي أقام شركته في نوكسفيل موطن الكلية التي درس فيها.

بعد أن قرأ بَفِت الكتاب، هاتفَ كيفن Keven ـ ابن كليتون ـ الذي كان يشغل حينذاك منصب المدير التنفيذي. «اتضح لي خلال حديثي مع كيفن أنه مُتمَكِّن، ولا تخيب رميته، ثم تقدمتُ إليه بُعَيد ذلك بعرض لشراء الشركة استند فقط إلى ما في كتاب جيم، وتقييمي لكيفن، وأمور كليتون المالية العامة والخبرة التي

تعلمتُها من تجـربتي في شركة أوكوود Oakwood»[7] وبعد أسبوعين أعلنت شركة بيركشيَر عن استحواذها على شركة كليتون هومز. «لقد ابرمتُ الصفقة على الهاتف حتى دون أن أراها»[8] كما قال بَفِت.

دُعِي بَفِت في خريف عام 2003 إلى جامعة تينيسي لحضور ندوة الماجستير في إدارة الأعمال. فسرد قصة كليتون Clayton ثم قدَّم لجميع الطلاب الذين بدؤوا أولى حبواتهم نحو إجازات الدكتوراه هدايا من جامعة بيركشيَر هاثاويه الفخرية (التي تقدم هدية لكل مُجدٍ متميزٍ ينجر صفقة). فأعطى كل طالب سهماً من بيركشيَر من الفئة ب. أما أستاذهم فكان نصيبه سهماً من الفئة آ.

شركة ماكلين *McLANE COMPANY*

انتقل روبيرت ماكلين Robert McLane عام 1894 إلى مدينة كاميرون Cameron في تكساس هرباً من الفقر الذي ساد كارولاينا Carolina الجنوبية بعد الحرب الأهلية وأسس بقالية صغيرة تطورت على مرِّ السنين إلى شركة لبيع المواد الغذائية بالجملة وتوزيعها. وفي عام 1921 انضم إليها ابنه روبيرت د. ماكلين Robert D. McLane المعروف باسمه المتوسط درايتون Dryton، ثم باشر ابنه درايتون الابن Dryton, Jr. عمله في الشركة العائلية في سن التاسعة وأمضى معظم أيام السبت من صباه يكنس أرض المستودعات. وبعد تخرجه من الجامعة انضم إليها بدوام كامل.

نجح درايتون الابن وبعد جهودٍ في إقناع أبيه بنقل الشركة إلى حافة طريق سريعة عبر الولايات، ثم بأتمتة أعمالها عام 1962 عبر استخدام الحواسب، ثم باعها عام 1990 لزميله في كرة المضرب سام وولتون Sam Walton فأصبحت شركة ماكلين تابعة لشركة وول ـ مارت Wal-Mart وأضحت تزود وول ـ مارت ونوادي سام والبقاليات ومطاعم الوجبات السريعة في أنحاء البلاد بكل ماتحتاجه ابتداءً من فستق العبيد وانتهاء بنقانق لحم الخنزير.

وبحلول عام 2003 أصبحت شركة ماكلين أكبر موزع في الولايات المتحدة لمحلات المواد الغذائية وأكشاك البيع على أركان الشوارع. كانت لبرمجيات شركة ماكلين المبتكرة في التسعير والشحن والتسليم والعمليات الخاصة بنقاط البيع وخدمتها الممتازة في التسليم أثرٌ كبير في جعلها شركة قليلة العمال عالية الكفاءة تؤدي جميع خدمات التسليم.

إن شركةً ذات كفاءة وإدارة حسنة، قائمة على مبادئ قوية، وتكشف عن ربحية ثابتة متوالية، تجسِّد تماماً النوع الذي يحب وورن بَفِت أن يراه. وفي أيار/ مايو 2003 أعلنت شركة بيركشَيَر أنها استحوذت على شركة ماكلين لقاء مبلغ قدره 1,45 مليار دولار نقداً، وتحملت مطاليب بمبلغ 1,2 مليار أيضاً.

إن هذا الاستحواذ وضع شركة ماكلين في موقع تستطيع به تحقيق المزيد من النمو، لأنه مكنها من تنفيذ عقود التوزيع مع سلاسل مخازن كبرى ومع منافسي وول ـ مارت Wall -Mart من أمثال تارغيت أند دولار جنرال Target and Dollar General . وصف بَفِت في رسالته الموجهة عام ٢٠٠٣ إلى مساهميه هذا الوضع فقال: « تحاشى بعض تجار البيع بالتجزئة في الماضي التعامل مع شركة ماكلين لأن مالكها كان منافسهم الرئيس. ولكن غرادي روسييه Grady Rosier مدير ماكلين التنفيذي الرائع تمكن من تسوية بعضِ الحسابات، وهو اليوم يخطو بثبات نحو إتمام الصفقات، وكلُّ آتٍ قريب.»[9]

ذَ بامبرد تشيف *THE PAMPERED CHEF*

كانت دوريس كريستوفر Doris Christopher ـ ربة بيت وأستاذة سابقة للاقتصاد المنزلي ـ تبحث عام 1980 عن عمل جزئي لساعات محدودة بشرط المرونة كي ترفد دخل الأسرة، وتتمكن من تمضية بعض الوقت مع ابنتيها الصغيرتين. فقرَّرت الانطلاق بما تعرف في مجالَي الطبخ والتعليم، ووصلت إلى التفكير ببيع أدوات مطبخ عن طريق عرضها ضمن البيت، ولذا اقترضت ثلاثة

آلاف دولار بضمانة عقد التأمين على حياتها وذهبت إلى متجر كبير للبيع بالجملة واشترت المنتجات التي أعجبتها بمبلغ 175 دولار ثم طلبت إلى إحدى صديقاتها أن تقيم حفلة لعرضها.

كانت كريستوفر مضطربة التفكير ومحطمة قبل الحفلة الأولى التي أثبتت أنها نجاحٌ كبير، ليس لأن كل مَن حضرت استمتعت بوقتها فحسب بل لأن العديد من الحاضرات عرضن أن يقمن حفلات عندهن أيضاً. فكانت انطلاقة بامبَرد تشيف كشركة لتسويق أدوات المطبخِ التي تتميز بالذوق من خلال البيع المباشر في حفلات تقام في البيوت.

السيدة كريستوفر - التي بلغت الرابعة والثلاثين ولاتتمتع بخلفية عملية - أسست الشركة في قبو منزلها بشيكاغو بثلاثة آلاف دولار مُقترَضة. وفي السنة الأولى عملت مع زوجها وحققت مبيعات بلغت خمسين الف دولار، ولم تنظر إلى الوراء قطّ. أضحت شركتها عام 1994 واحدة بين أول وأسرع خمسمئة شركة خاصة محدودة المسؤولية نمواً في الولايات المتحدة مُدرَجة في مجلة إنك .Inc، وكرَّمتها مجلة ويركنِغ وُمَن (المرأة العاملة) Working Woman بعَدِّها واحدة من أول خمسمئة سيدة أعمال.

انطلقت دوريس كريستوفر بشركتها يحدوها الإيمان العاطفي بأن اجتماع أفراد الأسرة عند الطعام أمر لايضاهيه غيره، وعلى هذه الفلسفة تشكلت شركة بامبَرد تشيف وسارت منذ انطلاقتها. وأصبح جوهر أسلوب البيع فيها: لفتة لطيفة وُدِّية إلى ربات البيوت تربط روعة الحياة الأسرية بجودة منتجات أدوات المطبخ.

الكثيرات من «المستشارات في شؤون المطبخ» في الشركة هن ربات بيوت، ومعظم المبيعات تتم في منازلهن من خلال «عروض مطبخية.» تقدَّم خلالها بيانات عن الطبخ وتستعرض المدعوّات خلالها المنتجات ووصفات الأطعمة بصورة فعلية ويتعلمن تقنيات تحضير الطعام السهلة ويتلقّين لمحات حول

الاستمتاع بالطريقة والسهولة معاً. تنتقى المنتجات من أدوات المطبخ ذات الجودة المهنية ومن لوازم مطبخية للأطعمة، وتشكل حوالي 80% منها منتجات حصرية بالشركة أو يمكن بيعها عن طريق ممثليها المعتمَدين.

تضم شركة بامبَرد تشيف اليوم 950 مستخدماً في الولايات المتحدة وألمانيا والمملكة المتحدة وكندا، وتباع منتجاتها من قبل 71,000 مستشار(ة) مستقل(ة) خلال عروض منزلية زاد عددها عن مليون عرض في الولايات المتحدة خلال عام 2002 وبلغت المبيعات خلالها 730 مليون دولار. والدّين الوحيد في رقبة الشركة هو ثلاثة آلاف دولار عند الانطلاقة.

أدركت دوريس كريستوفر عام 2002 أن احتمال اضطراب شؤونها أو قرارها بالتقليل من نشاطها يستدعي خطة دعم للشركة، ولذلك اتصلت بوورن بَفِت ـ بناء على نصيحة من موظفي المصرف الذي تتعامل معه في غولدمان ساكس Goldman Sachs . ثم قابلته بصحبة مديرتها التنفيذية شيلا أوكونيل كوبر Sheila O'Connell Cooper في مقره الرئيس بأوماها في شهر أب / أغسطس. وبعد شهر أعلنت شركة بيركشيَر أنها اشترت شركة بامبَرد تشيف بسعر يُظَن أنه بحدود 900 مليون دولار.

كتب بَفِت إلى مساهميه مسترجعاً مادار في ذلك الاجتماع الذي تم في ذلك الشهر: «رأيت أمامي مديرتين تمنّيْت أن أشاركهما، ولم يأخذ مني ذلك إلا عشر ثوان، وسرعان ما أنجزنا الصفقة. حضرتُ إحدى حفلات الشركة وكان من السهل إدراك سبب نجاحها، فهي مالكة لمعظم منتجاتها المتميّزة بالشكل الحسن والفائدة العظيمة، والمستشارون والمستشارات على معرفة وحماسة كبيرتين. وقد أمضى الجميع وقتاً طيباً.»[10]

❖❖

كثيراً ما وُجِّهَت أسئلة إلى بَفِت عن أنواع الشركات التي سيشتريها في المستقبل. فقال إنني سأتجنب في المقام الأول شركات السلع والمديرين الذين لاأثق بهم إلا قليلاً. فلديه ثلاثة أمور جوهرية: يجب أن تكون الشركة من النوع الذي يفهمه. واقتصادياتها جيدة ومديروها موثوقون. وهذا ما يبحث عنه بشأن الأسهم للأسباب ذاتها.

الاستثمار في الأسهم

من الواضح على وجه الخصوص أن فئة قليلة منا قادرة على شراء شركات بأكملها مثلما يفعل بَفِت، وقد أوردتُ قصصها في هذا الفصل لأنها تفصل لنا النظرة الثاقبة الحادة التي يتمتع بها في تفكيره.

كذلك فإن تلك السلسة من التفكير تنطبق على قراراته في شراء الأسهم. وتقدم أيضاً بعض الأمثلة التي يمكن اتباعها من قبل عامة الناس الذين يعجزون عن شراء أســـهم بالمقياس نفسه مثل بَفِت. ولكننا نستطيع أن نستفيد من مراقبة أفاعيله.

في نهاية عام 2003 وصلت قيمة محفظة أسهم شركة بيركشيَر هاثاويه الاستثمارية العادية إلى حوالي 35 مليار دولار (انظر الجدول أ_ 27 في الملحق) بزيادة بلغت حوالي 27 ملياراً عن أسعار شرائها الأصلية. وفي تلك المحفظة كانت بيركشيَر تمتلك ـ إلى جانب أسهم أخرى ـ مائتي مليون من أسهم شركة كوكا كولا، وَستة وتسعين مليوناً من أسهم شركة جيليت وَستة وخمسين مليوناً أو يزيد من أسهم ويلز فارغو وشركته: تقدِّم منتجات وخدمات معروفة لدينا جميعاً هي مشروبات غازيّة وشفرات حلاقة ومصارف في الأحياء. وليس فيها خافية ولا هي عالية التقنية وغير مستعصية على الفهم. إنها تمثل معتقدات بَفِت الأكثر تمسكاً بها: لامعنى للاستثمار في شركة أو صناعة لاتفهمها لأنك لن تستطيع تقدير قيمتها أو متابعة أعمالها.

شركة كوكا كولا *The Coca-Cola Company*

شركة كوكا كولا أكبر مُصنّع ومسوّق وموزع في العالم للمشروبات الغازية المُركزة والمُحلاة. وقد بيعت منتجاتها أول مرة في الولايات المتحدة عام 1886، وتباع اليوم في أكثر من 195 بلداً في أصقاع الأرض.

عرف بَفت الشركة في السنة الخامسة من طفولته عندما تناول أول مشروب منها، ولم يلبث أن بدأ يشتري ستة مشروبات بخمسة وعشرين سنتاً من بقالية جده، ثم يبيعها في حيِّه بخمسة سنتات للمشروب الواحد. اعترف أنه لاحظ في السنوات الخمسين التاليات نمو الشركة الخارق، لكنه اشترى مصانع نسيج ومجمَّعات بيع الأدوات المنزلية والملبوسات ومطاحن ومصانع أدوات زراعية، وحتى في عام 1986ـ حينما أعلن بصورة رسمية عن أن تشيري كوك Cherry Coke سيُصبح المشروب الغازي الرسمي في اجتماعات شركة بيركشيَر هاثاويه السنويةـ لم يكن قد اشترى اياً من أسهم كوكا كولا بعد، وانقضت سنتان قبل أن يشتري أسهمه الأولى فيها في صيف عام 1988 .

إن قوة شركة كوكا كولا لاتكمن في اسمها التجاري فحسب، بل في أن لها نظام توزيع في جميع أنحاء العالم لايُضاهى، وتشكل مبيعاتها العالمية 69% من مجمل مبيعاتها الحالية، وتعطي80% من أرباحها. وهي ـ بالإضافة إلى كوكا كولا اماتيل Coca-Cola Amatil ـ تمتلك منافع في حقوق المساهمين في مصانع التعبئة في كل من المكسيك وأمريكا الجنوبية وجنوب شرق آسيا وتايوان وهونغ كونغ والصين، وفي عام 2003 باعت الشركة أكثر من تسعة عشر مليار صندوق من منتجات المشروبات.

يقول بَفت إن أفضل عمل تمتلكه هو الذي يمكن أن يَستخدِم على مرِّ الزمان مبالغَ من رأس المال بعوائد ذات نسب عالية جداً. وهذا الوصف يناسب كوكا كولا تماماً، ومن السهل أن نفهم السبب الذي جعل بَفت يعُدُّها أكثر العلامات التجارية انتشاراً في العالم وأعلى امتيازات العالم قيمة.

وإني أستخدم شركة كوكا كولا مثالاً رئيساً في الفصول من الخامس وحتى الثامن ـ حيث أفصِّل مذاهب וورن بَفِت ـ بسبب هذه القوة المالية وشهرة المُنتج الواسعة.

أشتري أعمالاً وليس أسهماً، أعمالاً أرغب بامتلاكها إلى الأبد.[11]

وورن بَفِت، 1998

شركة جيليت *The Gillette Company*

جيليت شركة عالمية لتصنيع وتوزيع منتجات استهلاكية تشتمل على شفرات ومواس حلاقة وعطورات وصابون متنوع ومستحضرات تجميل وقرطاسية ومحالق لحى كهربائية وأجهزة منزلية صغيرة وأجهزة ومنتجات للعناية بالفم. وتنتشر مصانعها في 14 بلداً وتوزِّع منتجاتها في مئتي بلد. وتشكل عملياتها الخارجية ٦٣٪ من مبيعاتها وأرباحها.

أسس كينغ سي. جيليت King C. Gillette هذه الشركة في مُنقلب القرن العشرين. وقد أمضى جيليت الشاب وقتاً يفكر في استراتيجية تمَكِنه من تكوين ثروته. فاقترح عليه أحد أصدقائه وجوب اختراع منتج لايستخدمه المستهلك إلا مرة واحدة ثم يرميه ويستبدل به آخر. حينما اشتغل بائعاً في شركة كراون كورك أند سيل Crown Cork & Seal وقع على فكرة شفرة الحلاقة التي ترمى بعد الاستخدام. وفي عام 1903 بدأت شركته الفتيّة تبيع بخمسة دولارات مِحلقة لحية آمِنة مع خمس شفرات ترمى بعد الاستخدام.

تحتل شركة جيليت اليوم مكان الصدارة في العالم في تصنيع وتوزيع الشفرات ومحالق اللحى، وتشكل شفرات المحالق حوالي ثلث مبيعاتها وثلثي أرباحها، كما تبلغ حصتها من السوق العالمية 72.5% وتساوي حوالي ستة

أضعاف حصة أقرب منافسيها إليها. وتمتلك 70% من حصة السوق في أوروبا و80% في أمريكا اللاتينية. لقد بدأت مبيعاتها تتنامى في كل من أوروبا الشرقية والهند والصين. وهي تبيع خمس شفرات فيما وراء البحار مقابل كل شفرة تبيعها في الولايات المتحدة. والحقيقة أنها شديدة الهيمنة في أصقاع العالم لدرجة أصبح معها اسمها في العديد من اللغات يدل على «المِحلقة».

أصبح بَفت مهتماً بشركة جيليت في ثمانينيات القرن العشرين، حين بدأ المراقبون في وول ستريت Wall Street يرون أنها نضجت وأصبحت شركة استهلاكية بطيئة النمو جاهزة للاستحواذ. وتراوحت أرباحها بين 9 ـ 11 % والعائد على حقوق المساهمين يبدو أفضل من حقيقته دون إشارة على تحسنه، ونمو الدخل فيها ضعيف وقيمتها السوقية متدنية (انظر الشكلين 1/4 و 2/4). وباختصار فإن الشركة بدت راكدة.

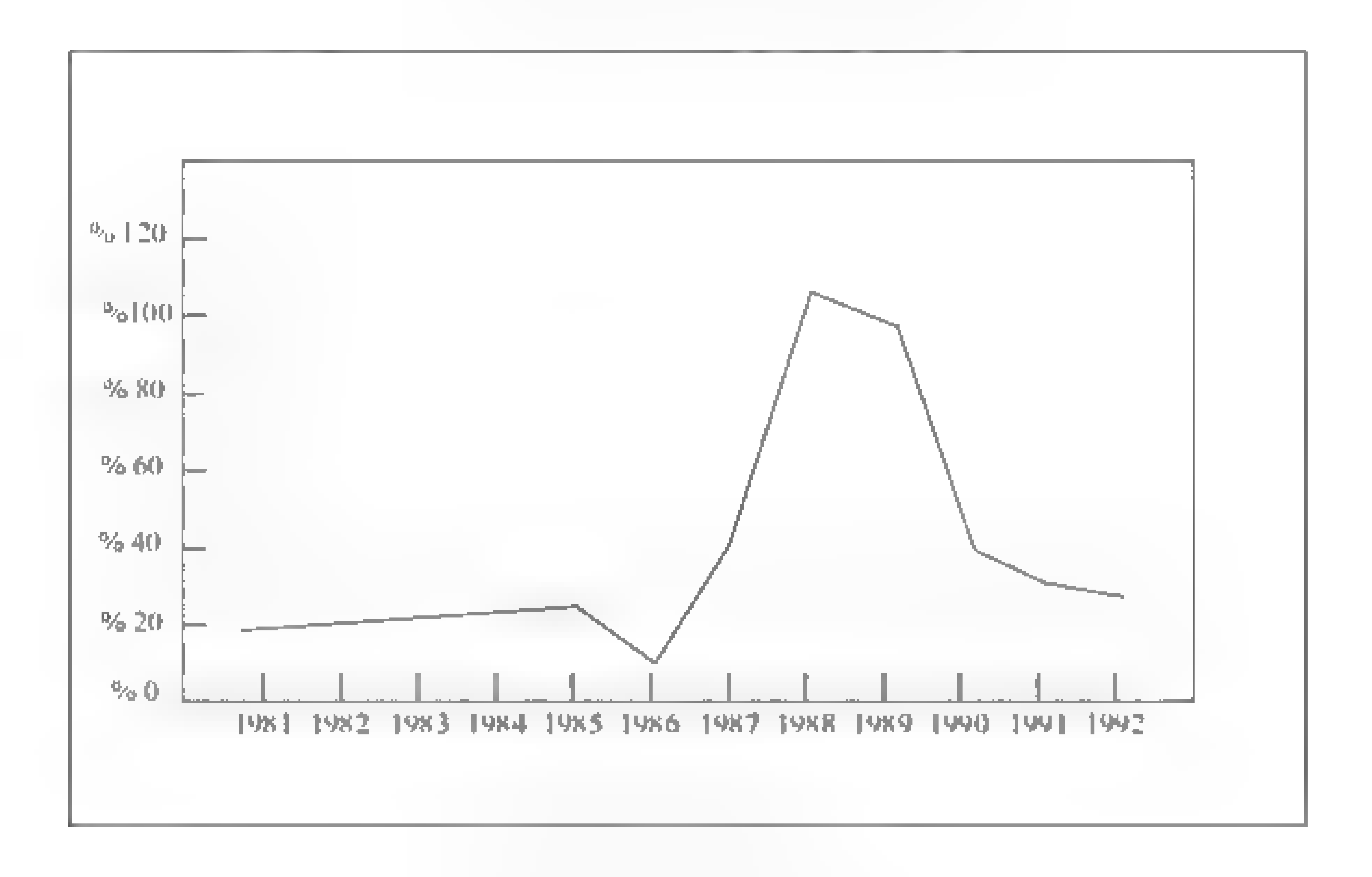
انتصر مدير الشركة التنفيذي كولمان موكلَر Colman Mockler على أربع عمليات استحواذ في تلك الأثناء، وبلغ اوج انتصاراته في معركة نضالية مقدسة ضد شركة كونِستون بارتنرز Coniston Partners عام 1988. ويبدو ان جيليت انتصرت، ولكنها اضطرت لذلك إلى إعادة شراء 19 مليوناً من أسهمها بمبلغ ٤٥ دولاراً للسهم الواحد. واستبدلت 1.5 مليار دولار من أسهم رأسمالها بديون بين عامي 1986 و 1988. وسرعان ما وصلت إلى قيمة صافية سلبية.

وهنا استدعى بَفت صديقه جوزيف سيسكو Joseph Sisco ـ عضو مجلس إدارة جيليت ـ واقترح عليه أن تستثمر بيركشيَر فيها، وقال له: «إن عمل جيليت من النوع الذي يستهوينا ونظنّ ـ أنا وتشارلي ـ أننا نفهم اقتصادياتها ولذلك نعتقد أننا نخمِّن مستقبلها بوجه ذكي معقول». [12]

أصدرت شركة جيليت في تموز/ يوليو 1989 أوراقاً مالية ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية لصالح بيركشيَر بمبلغ 600 مليون دولار واستخدَمت هذا المبلغ في سداد جزء من ديونها. تلقى بَفت ضمانة ممتازة لسداد الدين

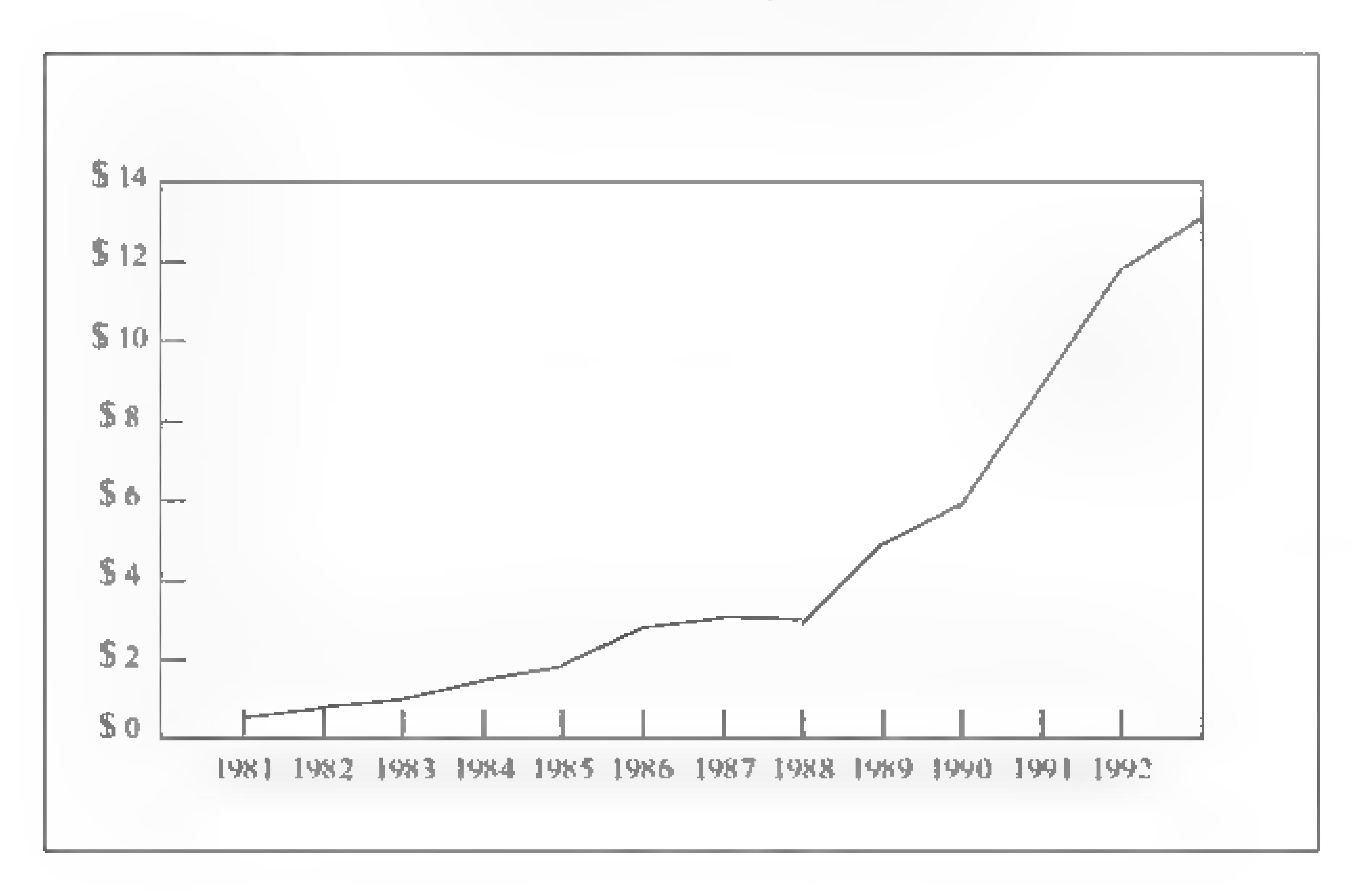
خط بياني رقم 4 - 1

العائد على حقوق المساهمين في شركة جيليت



خط بياني الشكل 4-2

قيمة شركة جيليت السوقية



بقيمة 8,75% على أن تستردّ بصورة إجبارية خلال عشر سنوات مع الخيار بتحويلها إلى أسهم عادية فيها بسعر خمسين دولاراً للسهم الواحد. وكان هذا أعلى بعشرين بالمئة من سعر السهم السائد حينذاك.

انضم بَفِت إلى مجلس إدارة شركة جيليت عام 1989. وفيها طرحت منتجاً جديداً عالي النجاح هو سِنسر Sensor وبذلك بدأ التحول نحو الربحية. فتعاظم ازدهار الشركة مع هذا المنتج وبدأت أرباح السهم تتنامى بنسبة 20% سنوياً. وازدادت هوامش ما قبل حسم ضريبة الدخل وضريبة الشركة من 12 إلى 15% ووصل العائد على أسهم رأس المال إلى 40%. وهو ضِعْفا ماكان عليه في أوائل ثمانينيات القرن العشرين.

وفي شباط / فبراير 1991 أعلنت جيليت عن تجزئة الأسهم بنسبة 2 إلى 1. فحوَّلت شركة بيركشيَر أسهمها الممتازة وتسلَّمت 12 مليوناً من أسهمها العادية أو 11% من أسهمها المطروحة للتداول. تزايدت استثمارات بيركشيَر في جيليت البالغة ستمئة مليون دولار خلال سنتين إلى 875 مليوناً. وكانت خطوة بَفِت التالية هي حساب قيمة الإثني عشر مليون سهم. وسنرى في الفصل الثامن ما فعل حيالها.

إن العمل الذي ينتج شفرات جيليت هو أحد فوائد العولمة الرئيسة. فقد باشرت جيليت عملها من حيث انطلاقتها بشفرة ذات طرف منخفض تتميز بهوامش متدنية ثم قدمت مع مرور الوقت أنظمة حلاقة مُحسَّنة ذات هوامش أعلى. وهي اليوم بصدد الاستفادة ليس من زيادة وِحدة المبيع فحسب بل من التحسن المتوالي لهوامش الربح أيضاً. «إنه لمن دواعي السرور أن يأوي المرء إلى فراشه كل ليلة وهو يعرف أن هناك 2,5 مليار ذَكَر في العالم يتعيَّن عليهم أن يحلقوا لحاهم في الصباح»[13]، كما يقول بَفِت.

شركة واشنطن بوست *The Wahington Post Company*

شركة واشنطن بوست هي اليوم مؤسسة إعلامية مركبة تتألف من شركة قابضة ومجموعة شركات متفرعة عنها، وتمارس نشر الصحف وبث الإذاعة المرئية وأنظمة التلفاز المحوري ونشر المجلات وتقدم خدمات تعليمية. ويقوم قسم الجرائد بنشر صحف *واشنطن بوست* و*إيفريت (واشنطن) هيرالد* *Everett Herald* (Washington) والصحف الرسمية المؤلفة من ست وثلاثين صحيفة اسبوعية. ويمتلك قسم الإذاعة المرئية ست محطات تلفازية تتوضع في ديترويت Detroit وَ ميامي Miami وَ أورلاندو Orlando وَ هيوستن Houston وَ سان أنتونيو San Antonio وَ جاكسونفيل Jacksonville بفلوريدا Florida. ويقدم قسم أنظمة التلفاز المحوري البث التلفزيوني وخدمات «الفيديو» الرقمية والمحورية لأكثر من 1,3 مليار مشترك. وينشر قسم المجلات مجلة نيوزويك *Newsweek* التي توزع أكثر من ثلاثة ملايين نسخة داخل الولايات المتحدة وكذلك أكثر من ستمئة ألف نسخة في العالم.

تمتلك شركة واشنطن بوست ـ بالإضافة إلى الأقسام الرئيسة الأربعة ـ مراكز ستانلي هـ. كابلان Stanley H. Kaplan التعليمية المؤلفة من سلسلة كبيرة من المدارس التي تحضّر الطلاب لاختبارات الدخول إلى الجامعات وامتحانات الإصفاء المهنية. وقد وسَّعت من أعمالها إلى حد كبير في السنوات الأخيرة وافتتحت صفوفاً للشهادة الثانوية بعد دوام المدرسة، لأنها حازت شهرة واسعة في برنامجها الأصلي الذي يساعد طلاب المدارس الثانوية في امتحانات التأهيل للمُنح، وكذلك كلية الحقوق الوحيدة المعترف عليها في العالم على شبكة الاتصالات العالمية «الإنترنت»، وتقدم مواد إعداد المهندسين والمحللين الماليين المجازين، بالاضافة إلى كليات ضمن الحرم الجامعي تقدم برامج في إدارة الأعمال والمالية والتكنولوجيا والصحة وغيرها من المهن. وفي عام 2003 بلغت مبيعات كابلان 838 مليون دولار وأصبحت بذلك عنصراً هاماً في شركة بوست.

تمتلك الشركة 28% من كولز ميديا Cowles Media التي تنشر صحيفة مينيابوليس ستار تريبون *Minneapolis Star Tribune* والعديد من المجلات العسكرية ونصف الخدمات الإخبارية في مصلحة أنباء لوس أنجلوس ـ واشنطن Los Angeles Washington.

وشركة واشنطن بوست هي اليوم شركة الثماني مليارات دولار وتولّد 3,2 مليار دولار على شكل مبيعات سنوية، ولها إنجازات مثيرة، خصوصاً وأنها كانت قبل خمس وسبعين سنة تمارس عملاً واحداً فقط هو نشر صحيفة لاغير.

كانت صحيفة *واشنطن بوست* عام 1931 واحدة من ست صحف يومية تتنافس على القراء، وبعد سنتين وُضِعَت *البوست* تحت الحراسة القضائية بسبب عجزها عن تسديد أجور طباعتها، وفي صيف ذلك العام بيعت بالمزاد العلني وفاء لدائنيها، ثم اشتراها الخبير المالي صاحب الملايين يوجين ماير Eugene Meyer بمبلغ 825,000 دولارٍ وظل يدعمها طوال العَقدين التاليين حتى عادت إلى الربحية.

انتقلت إدارة الصحيفة إلى فيليب غراهام Philip Graham، المحامي اللامع الذي تعلم في هارفرد Harvard وتزوج من كاترين Katherine ابنة ماير، ثم أقنع الأخير عام 1945 بشراء صحيفة منافسة هي *تايمز- هيرالد Times-Herald*، وبعد ذلك اشترى غراهام مجلة *نيوزويك Newsweek* ومحطتي تلفاز قبل موته المأساوي عام 1963، وإليه يعود الفضل في تحويل صحيفة *واشنطن بوست* من صحيفة منفردة إلى شركة إعلامٍ واتصالات.

بعد وفاة فيل غراهام انتقلت السيطرة على الصحيفة إلى زوجه كاترين، وسرعان ما اشتهرت من خلال تصدّيها لأمور العمل الصعبة رغم قلة خبرتها بإدارة شركة كبيرة.

أدركت كاترين غراهام أن نجاح الشركة لايتطلب حارساً بل صانع قرارات. «تعلمتُ أن الأشياء لاتتجمد، وأن عليك أن تتخذ قرارات»[14]، كما قالت. ثمّة قراران كان لهما تأثير جليّ على صحيفة *واشنطن بوست* هما استخدام بِن برادلي Ben Bradlee رئيس تحرير عام، واستدعاء وورن بَفِت بعدئذٍ ليكون مديراً للشركة. شجّع برادلي كاترين غراهام على طباعة أوراق البنتاغون ومتابعة تحقيقات ووترغيت Watergate التي أكسبت الصحيفة شهرة للحصول على جائزة الصحافة؛ أما بَفِت فعلّم كاترين غراهام كيف تدير عملاً ناجحاً.

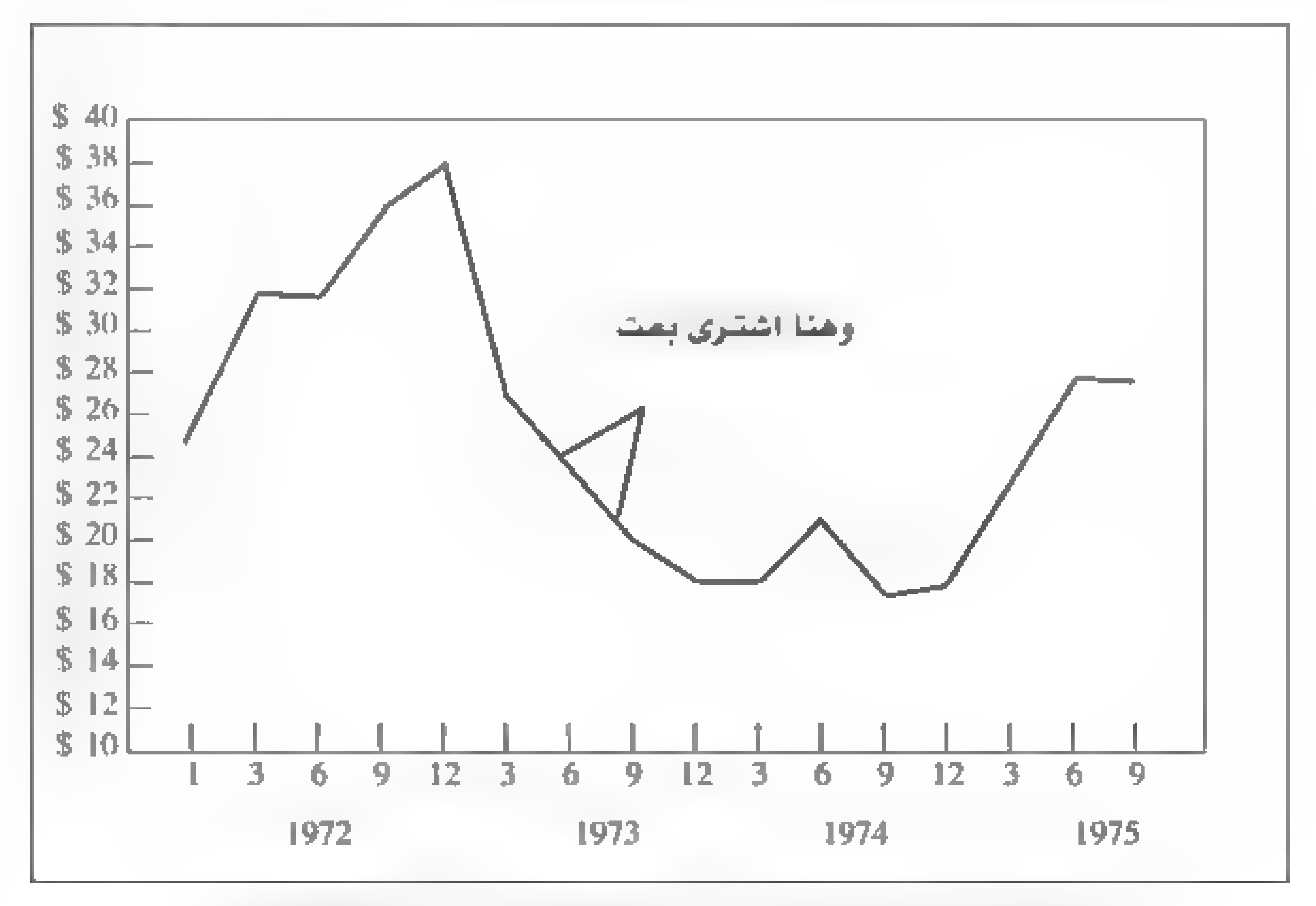
حصل اللقاء الأول بين بَفِت وكاترين غراهام عام 1971، وكان حينذاك يملك اسهماً في صحيفة نيو يوركر *New Yorker*. وحين سمع أنها قد تطرح للبيع سأل كاترين إن كانت لصحيفة *واشنطن بوست* مصلحة بشرائها. ورغم أن البيع لم يتجسّد حقيقة واقعة إلا أن بَفِت خرج شديد التأثر جداً بناشر صحيفة *واشنطن بوست*.

قررت كاترين غراهام في السنة نفسها أن طرح صحيفة *واشنطن بوست* على الاكتتاب العام من خلال فئتين من الأسهم. الفئة (أ) عبارة عن أسهم عادية امتلكتها عائلة غراهام وتختار أغلبية في مجلس الإدارة. وبذلك تضمن الهيمنة على الشركة، والفئة (ب) تختار الأقلية في المجلس. وفي تموز / يوليو 1971 أصدرت صحيفة *واشنطن بوست* 1,354,000 سهم من الفئة ب. ومن المُلاحَظ أن كاترين أذِنت لِبن برادلي بعد يومين بنشر أوراق البنتاغون بالرغم من تهديدات من الحكومة الاتحادية.

وعلى امتداد العامين التاليين تحولت نظرة وول ستريت إلى السوداوية، على الرغم من تحسّن العمل في الصحيفة. وفي أوائل عام 1973 بدأ مؤشر داو جونز لأسعار أسهم الشركات الصناعية Dow Jones Industrial Average بالإنخفاض، وانخفض معه سعر سهم صحيفة *واشنطن بوست* أيضاً فوصل إلى 23 دولاراً بحلول شهر أيار / مايو منخفضاً بمقدار 14 نقطة، وفي ذلك الشهر

هبط سعر سهم شركة آي بي إم IBM أكثر من 69 نقطة. وتخطى سعر أونصة الذهب عتبة مئة الدولار، ورفع مجلس الإحتياطي الإتحادي الفائدة إلى6%، وانخفض داو جونز بمقدار 18 نقطة هي الأكثر منذ ثلاث سنوات، وطوال ذلك الوقت كان وورن بَفِت يشتري أسهماً في صحيفة واشنطن بوست (انظر الشكل 3/4). وبحلول حزيران / يونيو كان قد اشترى 467,150 سهماً بسعر وسطي قدره 22,75 دولاراً للسهم الواحد وبمبلغ 10,628,000 دولار.

لم تكن كاترين غراهام تشجع فكرة امتلاك عضو من خارج الأسرة هذا العدد من أسهم شركة بوست ولو لم يُمَكّن حامله من السيطرة على قرارات الشركة وسياساتها. لكن بَفِت أكد لها أن الشراء الذي قامت به شركة بيركشيَر ليس إلا بقصد الاستثمار فقط، وعرض عليها أن يمنح تفويضاً بالتصويت عن أسهم بيركشيَر لابنها دون Don المرشح ليتسلم الشركة ذات يوم، وذلك لمزيد من الاطمئنان. وهكذا حُسِم الأمر. واستجابة منها لعرضه دعته عام 1974 لينضم إلى مجلس الإدارة وسرعان مانصّبته رئيساً للجنته المالية.



الشكل 3.4: سعر السهم الواحد لشركة واشنطن بوست، 1972-1975

توفيت كاترين غراهام في تموز/ يوليو عام 2001 إثر حادث أصابها بأذيات شديدة في الرأس، وكان وورن بَفِت بين مشيِّعيها في القداس الجنائزي الذي أقيم في كاتدرائية واشنطن الوطنية.

يشغل دونالد إي. غراهام Donald E. Graham ـ إبن فيل وكاترين غراهام ـ منصب رئيس مجلس إدارة شركة واشنطن بوست، وقد تخرج بدرجة الشرف العليا من هارفرد عام 1966، حيث برَّز في الأدب والتاريخ الإنكليزيين، ثم خدم سنتين في الجيش. وقرر أن يزيد معرفته بالمدينة إدراكاً منه بأنه في نهاية المطاف سيقود صحيفة *واشنطن بوست*. فاتخذ سبيلاً غير مألوف وانخرط بشرطة العاصمة واشنطن دي سي Washington DCحيث أمضى أربعة عشر شهراً عنصراً في الدورية التي تجوب المحلة التاسعة منها. التحق عام 1971 بالعمل في *الواشنطن بوست* مراسلاً لشؤون المترو Metro، ثم أمضى عشرة أشهر مراسلاً لمجلة *نيوزويك Newsweek* في مكتب لوس أنجلوس، وعاد إلى صحيفة *واشنطن بوست* عام 1974 وأصبح مساعداً لكبير محرري الشؤون الرياضية، ثمَّ أضيف في تلك السنة إلى مجلس الإدارة.

تميَّز دور بَفِت في صحيفة *واشنطن بوست* بموثوقية عالية، فقد ساعد كاترين غراهام على الصمود أثناء الإضرابات العمالية خلال سبعينيات القرن العشرين، وعلَّم دُون غراهام شيئاً من إدارة العمل، وساعده على فهم دور الإدارة ومسؤوليتها تجاه مالكي الشركة. «إنه أذكى شخص عرفته في المجال المالي، ولاأعرف له نظير،» [15] على حدِّ قول دون.

أذا نظرنا إلى هذه القصة من الاتجاه المعاكس، اتضح لنا أيضاً أن *البوست Post* لعبت دوراً رئيساً لصالح بَفِت، فالصحفي المالي أندرو كيلباتريك Andrew Kilpatrick الذي تابع مسيرة بَفِت سنوات عديدة يرى أن الاستثمارات في شركة واشنطن بوست «ترفع من شهرة بَفِت مستثمراً رئيساً» [16]. لم تبع بيركشَير أياً من أسهمها في صحيفة *واشنطن بوست* منذ الشراء الأول عام 1973.

وفي عام 2004 كان السهم من الفئة (ب) يباع بأكثر من 900 دولار، وبذلك يكون أغلى ثاني سهم في سوق نيويورك للأوراق المالية، وتزيد قيمة الأسهم التي تملكها شركة بيركشيَر عن مليار دولار، وقد تزايدت قيمة استثمارات بَفِت الأصلية أكثر من خمسين ضعفاً [17].

ويلز فارغو و شركته *Wells Fargo & Company*

في تشرين الأول/ أكتوبر 1990 أعلنت شركة بيركشيَر هاثاويه أنها اشترت خمسة ملايين سهم في ويلز فارغو وشركته بسعر وسطي قدره 57,88 دولاراً للسهم الواحد وبلغ مجموع الاستثمارات 289 مليون دولار. وبهذا الشراء أصبحت بيركشيَر أكبر المساهمين في المصرف بامتلاكها 10% من الأسهم الموجودة تحت يد المساهمين.

كانت نقلة مثيرة للجدل، فسِعر تداول السهم في وقت سابق من العام كان عالياً بحيث شارف على ستة وثمانين دولاراً، ثم انخفض بشكل حاد حين هجر المستثمرون مصارف كاليفورنيا زَرافاتٍ ووحداناً، وكان الساحل الغربي حينذاك يرزح تحت آلام مبرّحة بسبب الكساد الكبير، وبعضهم يظنون أن تلك المصارف تواجه المتاعب رغم أن محافظ قروضها محشوَّة بالرهونات التجارية والسكنية، وغلب الظن أن مصرف ويلز فارغو سهل المنال، وهو الذي يملك من العقارات التجارية أكثر من أي مصرف في كاليفورنيا.

وفي الأشهر التي تلت إعلان شركة بيركشيَر كانت المعركة على مصرف ويلز فارغو كحرب ضروس؛ حيث كان بَفِت في أحد الأركان مضارباً على الصعود، يراهن على 289 مليون دولار بأن مصرف ويلز فارغو سيزيد من قيمته، وفي الركن المقابل كان المضاربون على النزول ـ باعةُ الأوراق المالية على المكشوف ـ يراهنون على أن قيمته قد انخفضت بمقدار ٤٩٪ في تلك السنة وأنها في طريقها إلى المزيد. لكن سائر العاملين في عالم الاستثمار آثروا الانتظار والمراقبة.

استحوذت بيركشيَر مرتين خلال عام 1992 على مزيد من الأسهم فارتفع رصيدها إلى 63 مليون سهم عند حلول نهاية العام، وارتفع سعر السهم متجاوزاً مئة الدولار، لكن هؤلاء الباعة مازالوا يراهنون على أن السهم لابد أن يخسر نصف قيمته. أما بَفِت فاشترى المزيد، وعند حلول نهاية عام 2003 كانت بيركشيَر تملك أكثر من 56 مليون سهم بلغت قيمتها السوقية 4,6 مليار دولار وتكاليف شراء تراكمية بلغت 2,8 ملياراً. وفي عام 2003 أيضاً أعطت هيئة مودي Moody لتصنيف الاستثمار المصرفَ درجة التصنيف الائتماني الممتازة العليا AAA فكان المصرف الوحيد الذي نال هذا التمييز في البلاد.

المستثمر الذكي THE INTELLIGENT INVESTOR

أكثر السِّمات تميُّزاً في فلسفة بَفِت الاستثمارية هي الفهم الجَليّ في أنه يمتلك الأعمال حين يمتلك الأسهم لامجرَّد قصاصات من ورق، ويضيف إنه لأمر ينطوي على التفريط أن يتم شراء الأسهم دون فهم وظائف عمليات الشركة التي تشتمل على منتجاتها وخدماتها وعلاقات العمل فيها وتكاليف موادها الأولية ومصنعها ومعملها ومعداتها ومتطلبات إعادة استثماراتها الرأسمالية ومخزوناتها والذمم المدينة فيها وحاجات راسمالها العامل. وهذا التمكير ـ الذي يجب أن يَحلُوَ ذهن المستثمر مما سواه ـ يعكس موقف صاحب الشركة المقابل لموقف صاحب الأسهم. وفي ذلك كتب بنيامين غراهام Benjamin Graham في مختصر كتاب *المستثمر الذكي The Intelligent Investor* : «تتحقق أعلى درجات الاستثمار الذكي حينما لايخرج عن الممارسات المهنية في معظم حالاته». ويصف بَفِت هذا القول بأنه: «أهم عبارة كُتِبَت عن الاستثمار».

الشخص الذي يملك أسهماً له الخيار في أن يصبح مالكاً للعمل أو صاحب أوراق مالية قابلة للمتاجرة بها: وأصحاب الأسهم العادية الذين يدركون أنهم لايملكون سوى قطعاً من ورق هم أبعد الناس عن بيانات هذا العمل المالية ويتصرفون كما لو أن سعر السوق المتغير على الدوام يعكس قيمة أسهمهم

بأصدق مما تعكسه ميزانية الشركة وبيان دخلها، وهم يسحبون الأسهم أو يتركوها كما يفعلون في أثناء اللعب بالورق. وهذه الأفعال التي يقوم بها صاحب الأسهم وصاحب العمل وثيقة الصلة بعضها ببعض ـ كما يراها بَفِت، ويجب عليهما أن ينظرا إلى العمل بالطريقة نفسها، ويقول: «إنني مستثمر أفضل لأنني رجل أعمال، وأنا رجل أعمال أفضل لأنني مستثمر» [18] .

طريقة وورن بَفِت في الاستثمار

مذاهب في العمل:

- هل العمل بسيط ومفهوم؟
- هل للعمل تاريخ راسخ متوال في ميدانه؟
- هل للعمل تطلعات مستقبلية مبشرة وطويلة الأمد؟

مذاهب في الإدارة:

- هل الإدارة عقلانية؟
- هل الإدارة صريحة مع أصحاب الأسهم؟
- هل تقاوم الإدارة الإملاءات المؤسساتية؟

مذاهب في المالية:

- ما العائد على حقوق المساهمين ؟
- ما «مكاسب مالكي» الشركة؟
- ما هوامش الربح؟
- هل خلقت الشركة دولاراً واحداً على الأقل مقابل كل دولار مُحتجز؟

مذاهب في استثمار القيمة:

- ما قيمة الشركة؟
- هل يمكن شراؤها بحسم هام على قيمتها الحقيقية؟



دلائل الاستثمار

مذاهب في العمل

وصلنا إلى لُبِّ المسألة الذي يتمثل بعُصارة طريقة وورن بَفِت Warren Buffett في التفكير بالاستثمار، وهي المُقترنة بأكمل صورة مع سوق الأوراق المالية لدرجة تجعل اسمه مشهوراً بين الناس حتى المُعرضين عن السوق منهم، وربَّما عرفه مَن اطلع مصادفةً على الزوايا المالية في الصحف رئيساً لشركة غير عادية، تعاظم سعر مبيع السهم فيها إلى أكثر من 90,000 دولار، ولعل العديد من المستثمرين الجدد الذين يكرسون انتباههم متحمسين على أخبار السوق يرون فيه «مُتلقف» اسهم لامعاً.

قليل من الناس مَن يُنكِر أن أشهر وأنجح مستثمر في العالم «مُتلقفُ» أسهم لامع، لكن هذا الوصف يقلل من شأن الموضوع إلى حدٍّ خطير، ذلك أنه موهوب في تلقف الشركات، وأقصد هنا أمرين: أولهما أن شركة بيركشيَر هاثاويه Berkshire Hathaway تمتلك العديد من الشركات بشكل مباشر، إضافة إلى محفظتها الاستثمارية الشهيرة بأسهمها، وثانيهما أنه ـ عندما يدرس شراء أسهم جديدة ـ ينظر بتمعن كبير في العمل الذي تدنَّت قيمته، كما لو كان يشتري العمل كله مُستخدِماً مجموعة من المبادئ الأساس التي طوَّرها خلال العديد من السنين، وفي هذا يقول: «عندما نستثمر ننظر إلى أنفسنا كمُحللين للعمل وليس للسوق ولا للاستقصاد الشمولي ولا حتى للأوراق المالية»[1].

لو عدنا إلى الوراء وراجعنا مشتريات بَفِت جميعها بحثاً عن الأمور المشترَكة فيما بينها، لوجدنا مجموعة من المبادئ الأساس أو المذاهب التي وجَّهت نقاشاته، ولو اقتبسنا هذه المذاهب، ونشرناها بغرض تمحيصها لرأينا أنها تتجمَّع بصورة طبيعية في فئات أربع:

1 ـ *مذاهب العمل*: ثلاث خصائص للعمل بحد ذاته

2 ـ *مذاهب الإدارة*: ثلاث صفات هامة يجب على الإدارة أن تبرزها

3 ـ *المذاهب المالية*: أربعة قرارات مصيرية لابد للعمل من المحافظة عليها

4 ـ *مذاهب القيمة*: دليلان متضافران حول سعر الشراء

لاتُبدي جميع الاستحواذات التي أنجزها بَفِت هذه المذاهب جميعها، ولكن نظرة شاملة لها تبيِّن أنها تشكل جوهر أسلوبه الاستثماري. ونحن في هذا الفصل سنتناول المجموعة الأولى منها: التي تُعنى بخصائص العمل، وندرس قرارات بَفِت الاستثمارية التي تعكس هذه المذاهب.

> **أودُّ أن أبرز في الأعمال حتى وإن كان المنتج المُزيَّف يولد المال.[2]**
>
> **وورن بَفِت، 1998**

تمَثل الأسهم في نظر بَفِت فكرة مُجَرَّدة[3]، ولكنه لاينظر إليها من خلال نظريات السوق أو مفاهيم الاقتصاد الشمولي أو توجّهات القطّاع، بل يتخذ قرارات استثمارية قائمة على طريقة تنفيذ العمليات الخاصة بهذا العمل، ويرى أن الناس لو اختاروا الاستثمار لأسباب سطحية بدلاً من جوهريات العمل لكان نصيبهم الفرار عند أول إشارة خطر تدهمهم، تاركين أموالهم وراء ظهورهم، ولذلك يركز على معرفة كل ما يستطيع من شؤون العمل الذي يدرسه، ويركز على النواحي الرئيسة الثلاث التالية:

● هل العمل بسيط ومفهوم؟

● هل للعمل تاريخ راسخ متوال في ميدانه؟

● هل للعمل تطلعات مستقبلية مبشرة طويلة الأمد؟

عمل بسيط ومفهوم

يرى بَفِت أن نجاح المستثمرين المالي يترافق مع درجة فهمهم لاستثماراتهم، وهذا يشكل سِمَة متميِّزة تفرِّق بين المستثمرين الذين يركزون على العمل وبين المستثمرين على طريقة «اضرب واهرب» الذين يشترون الأسهم بصورتها المجرَّدة. إنه قرار حاسم بالشراء أو عدم الشراء لأن المستثمرين ـ نتيجة التحليل النهائي وبعد الإنتهاء من جميع أبحاثهم ـ يجب أن يتوصلوا إلى قناعة بأن العمل الذين يشترون أسهمه سيثمر خيراً مع مرور الوقت، وأن يكون لديهم شيء من الثقة بتقديراتهم لأرباحه المستقبلية. وأن ذلك له علاقة كبيرة بحسن تفهمهم لجوهر هذا العمل. فالتنبؤ بالمستقبل ينطوي على الكثير من الخديعة، ويصبح صعباً للغاية في ميدان لاتعرف شيئاً عنه.

امتلك بَفِت على مرِّ السنين طيفاً واسعاً من الأعمال اشتملت على محطة وقود وصحف وشركات تصنيع أدوات زراعية ونسيج وبيع بالتجزئة ونفط وثروات معدنية وتعدين وأطعمة ومشروبات ودخان وتلفاز ومحور تلفازي، وكان مُهيمناً على بعضها ومساهما بسيطاً في بعضها الآخر. ولكنه في جميع الحالات عرف ـ أو في الواقع أدرك ـ كيفية قيام هذا العمل بعملياته، وفهم الإيرادات والمصروفات والتدفق النقدي وعلاقات العمل ومرونة التسعير والاحتياجات الخاصة بتخصيص رأس المال لكلٍّ من مُقتنيات شركة بيركشَير على حدة.

يستطيع بَفِت أن يحافظ على مستوى عالٍ من المعرفة بكافة أعمال بيركشَير، لأنه يحصر اختياراته بصورة متعمَّدة في الشركات التي تدخل ضمن مُدركاته المالية والفكرية. ويطلق على ذلك اسم «دائرة كفاءته»، ومنطقيَّة طرحه في هذا

المجال تسلب الألباب: إذا ملكت شركة (بصورة كاملة أو من خلال بعض أسهمها) وبذلك مارست صناعة مجهولة لديك. تعذر عليك إدراك التطورات بشكل صحيح، واستحال لهذا السبب أيضاً أن تتخذ قرارات حكيمة. ويشير عليك «بالاستثمار ضمن دائرة كفاءتك. إذ ليس اتساع الدائرة هو المهم بل الجودة التي تحدِّد المعايير من خلالها»[4] .

جادل النقاد في أن القيود الذاتية التي طرحها بَفِت على نفسه تستثنيه من الصناعات التي تقدم استثمارات عظيمة واعدة، مثل التكنولوجيا. ويَرُدُّ بأن نجاح الاستثمار ليس مسألة تتعلق بالمقدار الذي تعرفه بل بمدى الواقعية التي تحدِّد من خلالها الأمورَ التي لاتعرفها. «فالمستثمر بحاجة إلى القيام بعدد قليل جداً من الأشياء بشكلها الصحيح طالما اجتنب الأخطاء الكبيرة.»[5] لقد تعلَّم بَفِت أن تحقيق النتائج التي تفوق المُعدَّل يأتي في غالب الأحيان من تنفيذ الأشياء العادية. والأمر الهام هو تنفيذ هذه الأشياء على الوجه الحسن بصورة استثنائية.

شركة كوكا كولا *Coca-Cola Company*

إن العمل الذي تقوم به شركة كوكا كولا بسيط نسبياً. إذ تشتري مكونات السلعة وتخلطها لتصنع منها مُركَّزات تباع إلى مصانع التعبئة فتخلطها وتركزها مع مكونات أخرى وتبيع المنتج النهائي لمنافذ البيع بالتجزئة التي تضم محلات صغيرة ومخازن كبرى وآلات بيع آلية. كما أن الشركة تقدِّم مشروبات لمناهل البيع بالتجزئة التي تبيعها للمستهلكين في كؤوس وفناجين.

يشتمل الاسم التجاري لمنتجات الشركة على المشروبات الغازية: كوكا كولا وَدَيِت كوك Diet Coke وَ سبرايت Sprite وَ بيب إكسترا PiBB Xtra وَميلو يلو Mello Yello وَ فانتا Fanta وَ تاب Tab وَ داساني Dasani وَفريسكا Fresca، ومشروبات الفواكه التي تحمل العلامة التجارية هاي ـ سي Hi-C وَشراب البرتقال مِنِت ميد Minute Maid و بَوَريد Powerade وَنيستي Nes-tea، وتمتلك الشركة 45% من مشاريع كوكا كولا التجارية، وأكبر مصنع للتعبئة

في الولايات المتحدة وَ 35% من شركة كوكا كولا أماتيل Amatil وهي مصنع تعبئة أوسترالي له مصالح ليس في أوستراليا وحدها بل في نيوزيلاندا وأوروبا الشرقية أيضاً.

لاتكمن قوة شركة كوكا كولا في منتجات الاسم التجاري وحدها، بل في نظام التوزيع في كل أنحاء العالم الذي لامثيل له. إذ تشكل مبيعاتها العالمية اليوم 69% من صافي مبيعات الشركة وَ 80% من أرباحها، وتمتلك ـ بالإضافة لمصنع كوكا كولا أماتيل ـ حصصاً بحقوق المساهمين في مصانع تعبئة تقع في المكسيك وأمريكا الجنوبية وجنوب شرق آسيا وتايوان وهونغ كونغ والصين.

شركة واشنطن بوست *The Washington Post Company*

كان جَدُّ بَفِت في يوم من الأيام يمتلك ويحرر صحيفة كَمينغ كَاونتي ديموكرات Cuming County Democrat، وهي صحيفة أسبوعية في وست بوينت West Point بنبراسكا Nebraska، وكانت جدَّته تساعده في توزيعها وتدمغها برمز مطبعة العائلة. أما أبوه فكان ـ خلال دراسته بجامعة نبراسكا ـ يحرر صحيفة *نبراسكان Nebraskan* اليومية، حتى بَفِت نفسه كان ذات يوم يعمل مديراً للتوزيع في صحيفة *لينكن جورنال Lincoln Journal* .

وقد قيل كثيراً إن بَفِت لو لم يدخل سلك الأعمال لكان من شبه المؤكد أن يتابع الركب في الصحافة.

وفي عام 1969 اشترى بَفِت أولى صحفه الكبرى ذ *أوماها صَن The Omaha Sun* مع مجموعة من الصحف الأسبوعية وتعلم منها أصول عمل الصحف، ثم أمضى أربع سنوات في صميم إدارة إحداها قبل أن يشتري صحيفة *واشنطن بوست*.

حالة عملية

بنيامين مور، عام 2000

BENJAMIN MOORE, 2000

في تشرين الثاني / نوفمبر عام 2000 دفع وورن بفت وشركة بيركشير هاثاويه حوالي مليار دولار ثمناً لقمة شركات الدهانات - بنيامين مور وشركاه Benjamin Moore & Co - التي أسسها الإخوة مور Moore عام 1883 في قبو منزلهم في بروكلن Brooklyn، وهي اليوم خامس أكبر مصنع دهانات في الولايات المتحدة، ولها صيت لايُضاهى في الجودة.

وقد قيل إن بفت دفع علاوة بلغت 25% على سعر السهم السائد حينذاك، وهذا في ظاهره قد يبدو مناقضا لأحد مبادئه الحديدية: هو أنه لا يتحرك إلا حين يكون السعر منخفضاً لدرجة تكفي ليشكل هامش أمان. إلا أننا نعرف أنه لايخشى من دفع ثمن الجودة. كما لايخفى أن سعر السهم قد قفز بنسبة 50% فبلغ 37,62 دولارا بعد الإعلان عن الصفقة، وهذا يدلنا على أن بفت إما أن يكون قد وجد شركة أخرى متدنية الأسعار أو أن سائر عالم الاستثمار كان يراهن على فطنته ويتاجر بهذا السعر أو حتى بأعلى منه؛ أو ساهم كلا الأمرين بتصرفه.

إن شركة بنيامين مور هي من النوع الذي يحبه بفت، فليس في عمل الدهانات شيء سوى أنه بسيط وسهل الفهم، وهي واحدة من كُبريات مصانع الدهانات في الولايات المتحدة وعاشر أكبر منتج للدهانات ذات الاستخدامات الخاصة، حيث تصنع واحداً من أفضل الدهانات المعمارية في الولايات المتحدة؛ إن لم تكن الأفضل. ولا تشتهر الشركة بجودة دهاناتها فحسب، بل إن المعماريين والمصممين والبنائين يعدّون ألوان بنيامين مور بمنزلة المستوى الذهبي في صناعتهم أيضاً. لقد طوّرت الشركة في الواقع أول طريقة حاسوبية لتمازج الألوان، ومازالت تمثل المستوى الذهبي في الصناعة باعتراف الجميع، فهي تستطيع في الغالب إعطاء أية درجة من أي لون من خلال ألوانها التي بلغ تعدادها حوالي ثلاثة آلاف ومئتين.

كذلك يميل بفت إلى شراء الشركات التي تمتلك تاريخاً راسخاً متوالياً في التشغيل، وبالتالي فلا يتوقع حين يشتري شركة في نهاية المطاف ان يتوجب عليه إدخال الكثير من التغييرات. ومنهج عمله هو شراء شركة حققت النجاح وما زالت تخبئ القدرة على النمو. وما نجاح شركة بنيامين مور الحالي ووضعها في السوق خلال عشرات السنين إلا تعبير عن الثبات المتوالي في جودة المنتج والإنتاج وقوة العلامة التجارية والخدمات. واليوم ـ وبعد مرور 121 سنة على تأسيسها. تولد الشركة ارباحاً بلغت حوالي 80 مليون دولار على مبيعات بلغت 900 مليون.

لقد رأى بفت من خلال دراسته لشركة بنيامين مور أنها تدار بصورة حسنة، ورغم وجود تساؤلات في السنوات القليلة الماضية حول استراتيجيتها بشأن البيع بالتجزئة، فإنها ماضية في برنامج لتجديد نشاط العلامة التجارية في الولايات المتحدة وكندا، حيث زادت من وجودها في متاجر البيع بالتجزئة المستقلة عبر برنامجها للبيع بضمانة توقيع المشتري، واشترت بعض هذه المتاجر مثل متجر جانوفيك Janovic القائم في مانهاتن Manhattan الذي اشترته بكامله، كما خصعت ـ قبيل استحواذ بيركشير عليها عام ٢٠٠٠ـ إلى برنامج لتخفيض تكاليفها وتحسين ادائها.

كل ماسبق يضاف إلى التطلعات المستقبيلة المبشرة طويلة الأمد. إن شركة بنيامين مور هي مثال تقليدي لشركة حولت السلعة إلى امتياز هو ـ بتعريف بفت ـ الحالة التي يكون فيها المنتج موضع حاجة أو رغبة، لابديل قريب منه، ولايخضع للرقابة. ومعظم من في صناعة البناء يوافقون على أن شركة مور هي السيد في جميع هذه الميادين الثلاثة. كذلك فإن الخطر الكامن في دهاناتها قد شارف على الزوال بعد العناية الفائقة التي يبذلها عمالها الكيميائيون الذين زادوا عن المئة بين عامل ومهندس وفني، بالإضافة إلى عناصرها الداعمة لهم في المحافظة على معايير الشركة الإنتاجية الصارمة وتطوير منتجات جديدة من ترسانة المواد الكيميائية التي تحتفظ بها الشركة. إن الاختبارات القاسية المستمرة التي تخضع لها جميع منتجات شركة مور دلالة على أنها ستستمر في وضع معايير للصناعة، وأخيراً فإن الجودة تحكم السعر الذي ينتصر على أي تضخم بالرغم من أن تلك المنتجات ليست رخيصة.

ويلز فارغو *Wells Farge*

يفهم بَفِت العمل المصرفي بشكل حسن جداً، فقد اشترت شركة بيركشيَر حصة بلغت 98% من شركة إيلينوي ناشنال بانك أند ترُسْت Illinois National Bank and Trust Company وظلت محتفظة بها حتى عام 1979 حين فرَض قانون الاستثمار المصرفي على بيركشيَر التخلي عن استثماراتها. وخلال هذه السنوات العشر احتلَّ المصرف مكانه إلى جانب مُقتنياتها الأخرى، وحظِيَ بذكر بَفِت لمبيعاته كل عام في تقاريرها السنوية.

تعلم بَفِت أمور العمل المصرفي على يد رئيس مجلس إدارة ناشنال إيلينوي بانك (مصرف إيلينوي الوطني) جين آبيغ Gene Abegg ـ تماماً كما فهمَ تعقيدات العمل التاميني على يد جاك رِنغوولت Jack Ringwalt (انظر الفصل الثالث) ـ وعرف أن المصارف هي أعمال مدِرَّة للأرباح إذا تم إصدار القروض بمسؤولية وتم تقليص التكاليف.

والمصرف «الذي يُدار بصورة حسنة» لايُنمِّي أرباحه فحسب، بل يكسب عائداً لابأس به على أسهم رأس المال أيضاً.

الأمر الهام هنا هو «الذي يُدار بصورة حسنة». فقيمة المصرف طويلة الأمد ـ كما تعلَّمها بَفِت ـ تحَدَّد من خلال أفعال مديريه لأنهم يتحكمون بأمرين متغيرين حاسمين: التكاليف والقروض. والمديرون السيِّئون يتمتعون بطريقة لرفع تكاليف التشغيل وإعطاء قروض حمقاء، أما الطيبون منهم فيبحثون على الدوام عن طرق لتخفيض التكاليف والندرة في تقديم القروض التي تتميز بالمخاطرة. كان كارل رايخارت Carl Reichardt ـ رئيس مجلس إدارة شركة ويلز فارغو حينذاك ـ مديراً للمصرف منذ عام 1983 وحقق إبّان إدارته نتائج مثيرة. فقد نمَت الأرباح والعوائد على أسهم رأس المال بمعدلات أعلى وكفاءات تشغيلية تمركزت بين أعلى ماتحقق في البلاد، وأوجد محفظة قروض صلبة أيضاً.

المثابـرة

لايهتم وورن بَفِت كثيراً بالأسهم التي تكون «ساخنة» في لحظة ما، بل يتزايد اهتمامه كثيراً بالشراء في شركات يعتقد أنها ناجحة وتحقق الأرباح مدة طويلة، ورغم أن التنبؤ بالنجاح المستقبلي أمر غير مأمون فإن السجل الحافل بمسيرة راسخة متوالية يُعدّ مؤشراً يمكن الاعتماد عليه. وحينما تكشف شركة ما عن نتائج راسخة متوالية في المنتجات نفسها سنة بعد أخرى يحق لنا أن نستنتج من حيث المنطق أنها سوف تستمر.

أي أن ذلك مستمر مالم تحصل تغييرات كبيرة. يتجنب بَفِت شراء الشركات التي تغير من اتجاهاتها بصورة جوهرية بسبب إخفاق خططها السابقة. ومن خبرته أن حدوث تغييرات كبيرة في العمل يزيد من احتمال ارتكاب أخطاء كبيرة فيه.

«التغيير الشديد والعائدات الاستثنائية لايجتمعان في الأحوال العادية»، كما يرى بَفِت[6]. ولسوء الحظ فإن كثيراً من الناس يستثمرون كما لو أن العكس هو الصحيح، وغالباً ما يتدافعون لشراء أسهم شركات تقوم بإعادة تنظيم نفسها، ولسبب ما ـ على حد قول بَفِت ـ فإنهم مُتيَّمون بفكرة مفادها أن الغد قد يبرهن على أنهم اليوم جاهلون بحقيقة الشركة، ويقول في المقابل إن أسلوبه «يستفيد كثيراً جداً من قلة التغيير، وهذا هو نوع العمل الذي أحب.»[7]

كذلك يميل بَفِت إلى اجتناب الأعمال التي تقوم بحل مشكلات صعبة، فقد علمته التجارب أن الشركة التي ضعف أداؤها، ولكنها حولت مسارها المالي وحسّنت أداءها، نادراً ما تفلح في إصلاح ما فسد، وربما يتزايد الربح حين تتوسع القدرة على شراء أعمال جيدة بأسعار معقولة عند شراء أعمال صعبة بأسعار أقل. ويعترف بَفِت: «لم نتعلم ـ أنا وتشارلي ـ كيفية حل المشكلات الصعبة التي يتعرض لها العمل، بل تعلمنا أن نتحاشاها، وقد وصلنا إلى النجاح الذي حققناه، لأننا ركزنا على تحديد عقبات بارتفاع قدم واحدة يمكن أن نتخطاها وليس لأننا حصلنا على القدرة على إزالة عقبة ترتفع سبع أقدام» [8] .

شركة كوكا كولا

ليس ثمة شركة في الوقت الحاضر يمكنها أن تضاهي التاريخ التشغيلي الراسخ المتوالي الذي تتمتع به شركة كوكا كولا. فهي عمل بدأ في ثمانينيات القرن التاسع عشر ببيع منتجات من المشروبات. وهي اليوم ـ وبعد مئة وعشرين سنة ـ تبيع المشروبات نفسها. ورغم أنها وضعت استثماراتها بين حين وآخر في أعمال لاصلة لها بميدانها: إلا أن صميم عملها في المشروبات ظل راسخاً متوالياً ولم يتعرض لتغييرات كبيرة.

لكن الاختلاف الوحيد اللافت للنظر اليوم هو حجم الشركة وميدانها الجغرافي. فقبل مئة سنة استخدمت باعة متجولين لتغطية أراضي الولايات المتحدة وكانت حينذاك تبيع 116,492 «غالوناً» من الشراب في السنة لقاء 148,000 دولار سنوياً.[9] وفي عام 1938ـ بعد خمسين سنةـ كانت تبيع 207 ملايين صندوق من الشراب الغازي سنوياً (بعد أن حوَّلت المبيعات من الغالونات إلى الصناديق). وذكرت مقالة ظهرت في تلك السنة بمجلة فورشن Fortune أن «من الصعب أن نذكر اسم شركة يمكن مقارنتها بشركة كوكا كولا وتبيع ـ كما تبيع ـ منتجات راسخة متوالية لم يُسَجَّل لها تغيير خلال عشرة أعوام كما هو حال كوكا كولا».[10]

واليوم ـ وبعد حوالي سبعين عاماً من تلك المقالةـ مازالت كوكا كولا تبيع الشراب بتغيير واحد فقط هو الكميات. ففي عام 2003 زادت مبيعاتها عن 19 مليار صندوق من الشراب الغازي في أكثر من مئتي بلد. وولَّدَت ٢٢ مليار دولار لقاء المبيعات السنوية.

شركة واشنطن بوست

أبلغ بَفِت مساهمي شركة بيركشيَر أن أول علاقة مالية له مع صحيفة *واشنطن بوست* بدأت في الثالثة عشرة من عمره حين كان يسلمها مع صحيفة تايمزـ هيرالد *Times-Herald* في طريقه الصحفية خلال خدمة

والده في «الكونغــرس». ويحب أن يذكّــر الآخــرين بأنه قــرنَ تسليم الصحيفــتين معاً قبل مدة طويلة من قيام فيل غراهام بشراء صحيفة *تايمز ـ هيرالد*.

ومن الواضح أن بَفِت اطلع على تاريخ الصحيفة الحافل، وأنه عدَّ مجلة نيوزويك *Newsweek* عملاً تنبأ به المتنبئون، وسرعان ما تعلم قيمة محطات التلفاز التابعة للشركة. كانت صحيفة *واشنطن* بوست تنشر استطلاعات طوال سنوات عن الأداء النجومي لقسمها الإذاعي، وقد دفعته خبرته الشخصية بالشركة وتاريخها الذاتي الناجح إلى الاعتقاد أن صحيفة *واشنطن* بوست عمل منجز متوالٍ في رسوخه ويُعتمَد عليه.

جيليت

قليلة هي الشركات التي هيمنت مدة طويلة على مجال عملها كما فعلت جيليت، فهي العلامة التجارية الرائدة في عالم المَحالق والشفرات منذ عام 1923 وهي الأولى عام 2003. وقد استدعت المحافظة على هذا المركز طوال هذه السنوات العديدة من الشركة أن تصرف مئات الملايين من الدولارات لاختراع منتجات جديدة مُحسَّنة. ورغم أن شركة ويلكنسون Wilkinson طوَّرت عام 1962 أول شفرة ملبَّسة من الفولاذ الذي لايصدأ، إلا أن جيليت ردَّت بسرعة وعملت منذ ذلك الحين على أن تبقى الرائدة الأولى في اختراعات منتجات حلاقة اللحى، فطوَّرت عام ١٩٧٢ شفرة تراك Trac II 2 ثنائية الحد الشائعة، وأنزلت عام 1977 المحلقة أترا Atra ذات الرأس الدوار، ثم طوَّرت عام 1989 المحلقة سينسَر Sensor ذات الشفرات المعلقة الطليقة. إن نجاح شركة جيليت المتوالي في رسوخه هو نتيجة للتجديد فيها ولحماية براءات اختراع منتجاتها الجديدة.

كليتون هومز

أظهرت شركة كليتون هومز في السنة المالية 2002 أرباحاً متوالية للسنة الثامنة والعشرين على التوالي: حيث بلغت 126 مليون دولار بزيادة 16% عن السنة السابقة لقاء مبيعات مقدارها 1,2 مليار دولار. وهذا الأداء هو أكثر من خارقٍ حين ننظر إلى المشكلات المخيفة التي مرَّ بها غيرها في صناعات أخرى، ففي تسعينيات القرن العشرين أغلق أكثر من ثمانين مصنعاً أبوابه وترك العمل أربعة آلاف بائع بالتجزئة. وهم ضحايا قوتين متصارعتين: التوسع السريع الذي قام به العديد من الصناعيين واستقراضهم قروضاً عديدة ضعيفة أدت بصورة حتمية إلى العديد من حالات إلقاء الحجز ضماناً لسداد الديون التي تعثر سدادها وحصل على إثرها تقلص في الطلب على مساكن جديدة.

كانت لشركة كليتون طريقة مختلفة في بناء المساكن (وقد أوردنا المزيد عن السياسات في الفصل السادس). فتمكنت بفضل إدارتها السليمة والتصدي الحاذق للأوقات العصيبة من المحافظة على الربحية في وقت، حتى المنافسون أعلنوا فيه عن إفلاسهم.

تطلعات مستقبلية مبشرة طويلة الأمد

خاطب بَفِت الحاضرين في اجتماع شركة بيركشيَر السنوي عام 1995 بقوله: «نحن نحب الأسهم التي تولِّد عائدات عالية على رأس المال المستثمَر حيثما تكون الإحتمالات عالية لاستمراره في ذلك»[12] وأضاف: «إنني انظر إلى الفوائد التنافسية طويلة الأمد، ومدى استمرار ذلك.»[13] وهذا يعني أنه يبحث عن أمر أطلق عليه اسم *الامتياز*.

العالَم الاقتصادي ـ كما يراه بَفِت ـ مقسوم إلى مجموعات صغيرة من الامتيازات، ومجموعات أكبر من شركات أعمال سلعية لايجدر شراء كثير منها. وهو يعرِّف الامتياز بأنه شركة ذات منتجات (أو خدمات) تكون (1) موضعَ حاجة أو رغبة، و(2) ليس لها بديل قريب منها و(3) لاتخضع للرقابة.

وهذا يبتدع على المستويين الفردي والجماعي أمراً، أسماه بَفِت الخندق: وهو يوفر للشركة مَزيّة واضحة عما سواها ويحميها من غزوات المنافسين، وتدوم الشركة بتعاظم خندقها، وبذلك يزداد حب بَفِت لها، حيث يقول: «الأمر الهام في الاستثمار هو تحديد المَزيّة التنافسية لأية شركة، والأهمية القصوى هي استمرارية هذه المزية. فالمنتجات أو الخدمات التي تتمتع بخنادق أوسع وديمومة أكثر حولها هي التي تقدم مكافآت للمستثمرين»[14] . (واقرؤوا قصة لارسون ـ جول Larson-Juhl في الفصل الثامن لمعاينة الشكل الذي يظهر عليه هذا الخندق).

الامتياز ـ بكونه المصدر الوحيد للمنتج الذي يريده الناس ـ يمكنه طرح زيادة مضطردة في الأسعار دون الخوف من خسارة حصته في السوق أو حجم مبيعاته الفردية. ويستطيع الامتياز في غالب الأحيان أن يزيد من أسعاره حتى عندما يكون الطلب ثابتاً ولايستنفذ كامل الطاقة. هذه المرونة في التسعير هي إحدى الخصائص التعريفية للامتياز، وهي تتيح له كسب عوائد تفوق المعدلات على رأس المال المستثمَر.

> **ابحثوا عن استمرارية الامتياز، والشيء المهم للغاية في نظري هو بيان مدى سعة الخندق الذي يحيط بالعمل، والأمر الذي أحبه بالطبع، هو قلعة كبيرة وخندق كبير فيه أسماك شرسة لاحمة وتماسيح.[١٩]**
>
> **ورن بَفِت، 1994**

الخاصة التعريفية الأخرى هي أن الإمتيازات تمتلك مقداراً أكبر من شهرة المحل الاقتصادية التي تمكنها من الوقوف بشكل أفضل في وجه التضخم، وخاصة ثالثة هي القدرة على تخطي المُنغّصات الاقتصادية

وقدرتها على التحمل، وهذا ما أورده بَفِت في عبارته البليغة: « شركة الأعمال العظيمــــة هي بالتعريـــــف التي تكون عظيمة على امتداد 25 ـ 30 سنة»[16]

وفي المقابل فإن العمل السلعي يقدم منتجاً لايتميَّز في نهاية المطاف عن المنتجات المنافسة. وقبل سنوات كانت السلع الأساس تضم النفط والغاز والكيماويات والحبوب والنحاس والخشب وعصير البرتقال، واليوم أضحت تضم الحواسب والسيارات وخدمات الطيران والمصارف والتأمين، ولكنها لم تستطع التوصل إلى تعريف مميَّز للمنتج رغم الموازنات الإعلانية الهائلة.

الأعمال السلعية على وجه العموم متدنية العوائد وهي «مرشحة رئيسة لاضطرابات الأرباح»[17] . وبما أن منتجاتها هي بالأساس لاتختلف عن منتجات الآخرين، فإنها لاتتافسها إلا على أساس الأسعار التي تؤدي إلى تقليص كبير في هوامش الأرباح. وأكثر الطرق نجاعة في هذه الحالة لجعل العمل السلعي مربحاً، تكمن في أن تكون تكاليف تقديمه متدنية.

والوقت الوحيد الآخر الذي تكون فيه الأعمال السلعية مربحة هو حين تكون التوريدات قاصرة عن تلبية الاحتياجات، وهو عامل يصعب التنبؤ به كثيراً. والحقيقة أن العامل الذي يُعَوَّل عليه في تحديد ربحية العمل السلعي طويلة الأمد ـ على حد قول بَفِت ـ هو نسبة «سنوات القصور في التوريدات على سنوات وفرتها»، غير أنها في غالب الأحيان جزئية التمثيل، ذلك أن أحدث فترة قصور للتوريدات في قسم النسيج التابع لشركة بيركشيَر «لم تلبث إلا سحابة من نهار» كما يتندَّر بَفِت بذلك.

حالة عملية
شركة جَستن إندَستريز عام 2000
JUSTIN INDUSTRIES, 2000

في تموز/ يوليو من عام 2000 اشترت شركة بيركشير هاثاويه كامل شركة جستن إندستريز القائمة في تكساس بمبلغ ستمئة مليون دولار، وهي مؤلفة من قسمين: الأول جستن براندس Justin Brands، الذي يضم اربع علامات تجارية لأحذية غربية النمط والثاني أكم بيلدينغ براندس Acme Building Brands، ويضم شركات تصنع الأجرُ ومنتجات أخرى لأعمال البناء.

أحذيةً عالية السوق لرعاة البقر وآجر. وهي إحدى أكثر استحواذات شركة بيركشير أهمية وتنوعاً وتعبق بالكثير مما يمكن قوله عن وورن بفت.

تشكل شركة جستن ـ بطرق عديدة ـ صورة مصغرة لجميع قوى الأعمال التي يبحث بفت عنها. ومن الواضح أنها سهلة ومفهومة ولا تعقيدات على وجه الخصوص بصناعة الأحذية والأجر. وهي تمثل تاريخاً تشغيلياً راسخاً متوالياً بشكل ملحوظ، كما يتبيَن ذلك من خلال نظرة على الشركات كلٌ على حدة، فكلها ظلت في ميدان العمل نفسه عشرات عديدة من السنين ومعظمها تأسس قبل مدة لاتقل عن قرن من الزمان. واخيراً وعلى وجه الخصوص أدرك بفت أن لها تطلعات مستقبلية طويلة الأمد، ومُبشرة بسبب أحد الوجوه الذي يثير إعجابه: ذلك أن المنتجات في صناعات هي بالضرورة سلعية قد وصلت إلى وضع الإمتياز.

شركة جَستن براندس Justin Brands

تأسست الشركة ـ التي هي اليوم جستن ـ عام 1879 حين باشر هـ. ج. (جو) جستن H.J. (Joe) Justin ـ وكان في العشرين من عمره ـ بصنع أحذية عالية السوق لرعاة البقر والمزارعين انطلاقاً من دكان صغيرة في سبانش فورت Spanish Fort بتكساس بالقرب من تشيشولم تريل -Chis

holm Trail، وعند وفاته عام 1918 آلت الشـــركة إلى ولديه جون John و إيرل Earl، ثم انتقلت عام 1925 إلى فورت ويرث Fort Worth، وفي عام 1948 اشـتـرى جـون الابن John, Jr ـ حـفـيـد جـو ـ حـصص أقـربـائه (باستثناء العمة إيند Enid) وقاد العمـــل على مدى السنوات الخمسين التالية.

كان جون جستن الابن شخصاً أسطورياً في فورت ويرث، حيث بنى إمبراطورية أحذية عالية السوق غربية النمط من خلال استحواذه على ثلاث شركات منافسة وابرم صفقة لشراء شركة آكم بريكس Acme Bricks عام 1968، ثم تقاعد عام 1999 ولكنه ظل رئيسا فخرياً لمجلس الإدارة، وبتلك الصفة رحّب ـ وهو في الثالثة والثمانين بوورون بفت في نيسان / ابريل عام 2000.

ظلت جستن بوتس Justin Boots ـ المعروفة بأحذية رعاة البقر القاسية التي تستخدم فترة طويلة تمثل العلامة التجارية الأبرز، لكن شركة جستن براندس Justin Brands ضمت أسماء أخرى:

● **نوكونا** Nocona التي تأسست عام 1925 على يد إيند جستن Enid Justin، وهي واحدة من اولاد جو السبعة وبدات العمل بشركة أبيها في الثانية عشرة من عمرها. وبعد أن انتقل أحد أبناء إخوتها بشركة أبيها من بلدة نوكونا الصغيرة في تكساس إلى فورت ويرث Fort Worth عام 1925، انشأت هذه الشركة المنافسة في المكان الأصلي، وحققت نجاحاً لم يكن متوقعاً على جميع الأصعدة. واشتد التنافس بين الشركتين سنوات، ثم اتحدتا عام 1981 تحت اسم جستن، ولم توافق إيند على ذلك إلا بسبب صحتها المتدهورة إذ بلغت الثالثة والثمانين حينئذ.

● **تشيبيوا** Chippewa التي تأسست عام 1901 لصناعة الأحذية ذات السوق العالية لقاطعي الأشجار، وهي اليوم تصنع أحذية عالية السوق والجودة لأعمال المناطق الوعرة، وقد استحوذت عليها شركة جستن عام 1985.

● **توني لاما** Tony Lama التي يعود تاريخها إلى عام 1911حين افتتح مصلح أحذية في الجيش الأمريكي ـ توني لاما Tony Lama ـ دكاناً في بلدة إل باسو El Paso لتصليح الأحذية وصنع أحذية عالية

السوق حظيت بسرعة القبول لدى عمال المزارع ورعاة البقر الذين قدرُوا الصنعة الجيدة والنوعية المستديمة، وفي السنوات الأخيرة ارتبط اسم توني لاما عند الكثيرين بالأحذية ذات السوق العالية، التي تصنع من جلود غير مألوفة مثل جلود أفاعي البوا السامة والتماسيح والسلاحف، ويباع الزوج منها بحوالي 500 دولار. وفي عام 1990 وافق مديرها التنفيذي ورئيس مجلس إدارتها توني لاما الابن على الاندماج مع جستن؛ الشركة المنافسة اللدود.

ثمة صنفان من الناس يشترون الأحذية طويلة السوق غربية النمط، الأول الذين يلبسونها على الدوام، لأنهم لايتصورون أن يلبسوا شيئاً آخر والثاني الذين يلبسونها اتباعاً للزي (الموضة). يمثل الصنف الأول أساس زبائن شركة جستن الجوهريين، لكن الثاني على قلة عدده يؤثر على حجم المبيعات عندما يطرأ تغيير على خطوط الزي.

تتزايد مبيعات الأحذية عالية السوق غربية النمط، حين ينشر مصممون كبار من امثال رالف لورن Ralph Lauren و كالفن كلين Calvin Klein النمط الغربي في منشورات مصنوعاتهم المصورة. لكن الزي متقلب بصورة فاحشة، ولذلك جاهدت الشركة في أواخر تسعينيات القرن العشرين للمحافظة على الارتفاع الذي حققته عام ١٩٩٤ حين ابتدأت مبيعات هذه الأحذية بالتراجع. وفي عام 1999 انخفض سعر سهم الشركة عن مستوى ثلاثة عشر دولاراً.

تقاعد جون جستن الابن في نيسان / أبريل 1999، وجاء جون روتش John Roach الرئيس السابق لشركة تاندي Tandy Corp ليقود عملية إعادة هيكلة الشركة. فقامت الإدارة الجديدة خلال سنة واحدة فقط بوضع خطة لإصلاح لافت للنظر من خلال إضافة عدد من المنتجات الجديدة في عالم الأحذية وتعديل الخطوط الحالية للتخفيف من ازدواجية التصاميم وفرض الكفاءات في التصنيع والتوزيع. وفي نيسان / أبريل 2000 أعلنت الشركة المنتعشة عن نتائجها في الربع الأول، إذ ارتفعت مبيعات الأحذية بنسبة 17% متمثلة بمبلغ 41.1 مليون دولار وتزايدت بالتالي الأرباح الصافية والهوامش الإجمالية بشكل جيد.

وبعد شهرين أعلنت شركة بيركشير هاثاويه عن توصلها إلى اتفاق لشراء الشركة، مما دفع غريه شنايدر Gray Schneider المحلل في بير شتيرنز Bear Stearns إلى القول: «إن هذه أنباء سارة للمستخدمين، فالإدارة انجزت التغييرات كافة في العام الماضي إذ اتخذت الإجراءات الصارمة الضرورية لتخفيض التكاليف»[18] .

يضم قسم الأحذية عالية السوق في شركة جستن اليوم أربعة آلاف بائع ويمتلك حوالي 35% من سوق الأحذية غربية الأنماط، وتحمل حوالي 70% من الأحدية المعروضة على رفوف المتاجر المتخصصة بالملبوسات الغربية علامات جستن التجارية وتنطلق معظم الأسعار من مئة دولار، وتتمتع جستن بحوالي 65% من سوق الأسعار الأعلى (التي تصل إلى العديد من مئات الدولارات).

شركة آكم بيلدينغ براندس *Acme Building Brands*

القسم الآخر من شركة جستن إندستريز Justin Industries هو شركة رائدة أخرى في تكساس قائمة منذ اكثر من قرن. إذ تأسست عام 1891 في ميلساب Milsap بتكساس، واصبحت واحدة من شركات جستن عام 1968 حين اشتراها جون جستن الابن John Justin Jr. وهي اليوم أكبر شركة لصناعة الآجر واكثرها أرباحاً في البلاد.

يميل الآجر إلى أن يكون منتجاً محليا بسبب ضخامة أجور الشحن من المسافات البعيدة، و تهيمن شركة اكم على إقليمها (تكساس والولايات الخمس المحيطة بها) حيث تزيد حصتها في السوق عن 50%، وهناك 31 منشأة إنتاجية في منطقتها السادسة التي تضم اثنين وعشرين مصنعاً للآجر ومكاتب البيع وأسطول النقل، وجميعها تملكها الشركة. يطلب تجار البناء والمقاولون وأصحاب البيوت الأجر مباشرة من الشركة، فتقوم آلياتها بعملية التسليم. تبيع أكم أكثر من مليار آجرة سنوياً، وكل منها مدموغة بشعار آكم ومكفولة مدة مئة سنة.

يرتبط الطلب على الاجر بالبيوت الجديدة التي تقام خلال العام ولذلك فهي خاضعة لتغيير معدلات الفائدة وبالتالي بالإقتصاد الإجمالي، كما أن استمرار النوء السيئ يؤثر على المبيعات، ومع ذلك فإن

شركات أكم حققت نتائج أفضل من شركات الأحذية عالية السوق خلال تسعينيات القرن العشرين المجنونة بالتكنولوجيا. تضم شركة أكم بيلدينغ براندس - إلى جانب الأجر- شركة فيذرلايت بيلدينغ برودكتس Feathrlite Building Products Corp (طينة مسلحة) وشركة ذ اميريكان تايل سبلاي The American Tile Supply التي تصنع البلاط من الرخام والسيراميك.

صفقة بيركشير

ظل وول ستريت Wall Street يتجاهل شركة جستن مدة طويلة، لأنها لم تكن على درجة من السَّعة بقسميها كي تصبح مؤسسة مركبة، ومع ذلك فإن عملها في فئتين مختلفتين من الأعمال جعلها تثير الحيرة. وقد علَّق جون جستن على ذلك عام 1999 قبيل تقاعده فقال: «المحللون الذين يفهمون الأعمال لايفهمون العمل بمواد البناء، والعكس بالعكس»[19] .

لكن وورن بفت يفهمهما معاً، وذلك لسبب واحد، هو امتلاك شركة بيركشير من قبلُ عدة شركات للأحذية. فأتيحت له الفرصة سنوات كي يتعلم المهنة. والأدق في هذا المجال هو فهمه الأعمال الراسخة الثابتة المتوالية التي تقدم منتجات لايتوقف الناس عن الحاجة إليها.

كان التوقيت صحيحاً، ذلك أن الشركة التي رسخت سمعتها في الجودة مدة زادت عن القرن واجهت أوقاتا عصيبة إذ انخفض سعر سهمها بنسبة 37 % خلال السنوات الخمس المنصرمة وثمة ضغوط تمارس لتقسيمها إلى قسمين. وكان أن أصبح الاستحواذ مناسباً من خلال تفضيل بفت المشهور للأعمال البسيطة ذات التقنية المنخفضة.

حين تمت أول مقابلة بين بفت و جون جستن في فورت ويرث Fort Worth قال إن المدينة تذكَره بأوماها، وقصد بذلك أن يكيل له مديحاً عظيماً. وحين نظر في جزاي الشركة راى شيئاً أعجبه: سمة الامتياز. فقد استطاعا أن يتحولا ذاتياً إلى امتياز من خلال تضافر الجودة الممتازة والتسويق الجيد واختيار الأماكن الذكي.

تبيع أكم منتجاً يُعد بنظر الكثيرين سلعة، ومن يستطيع في نهاية

المطاف أن يُحدِّد العلامة التجارية للآجرّة التي تعجبه؟ هؤلاء هم زبائن أكم، إذ استطاعت الشركة من خلال حملة تسويقية ذكية تجسد أسطورة كرة القدم ترُوي إيكمان Troy Aikman أن تجري اسمها على كل لسان، وذلك حين ذكر اسم أكم على لسان 75% من أهالي تكساس الذين طلب إليهم أن يسمّوا علامة الأجر المفضلة لديهم. إن ذلك الوعي بالعلامة التجارية يترسخ كلما أمسك زبون بآجرّة موسومة بشعار أكم.

كذلك فإن الأحذية عالية السوق جعلت من نفسها امتياز أيضاً؛ وما عليك إلا أن تمضي دقائق معدودات في اي متجر لبيع الألبسة الغربية لتسمع الزبائن يقولون كلاماً مفاده: «احتاج إلى حذاء جستن لابني» او «ارني ماالديك من احذية توني لاما» اكثر مما تسمع عبارة «ابحث عن حذاء راعي بقر عالي الساقين». عندما يذكرون الحذاء بالاسم ويرغبون بدفع ثمن الجودة الممتازة فذلكم هو الامتياز.

بدات شركة جستن ـ بعد التحسين الذي طرا على فريق إدارتها الجديدة عامي 1999 و 2000 ـ تسترعي الإنتباه، ويرى غريه شنايدر Gray Schneider المحلل في بير شتيرنز Bear Stearns ان ثمة اهتماماً كبيراً شاع بين الزبائن، ومنهم الأوروبيون، لكن بفت تقدّم بالعرض الأول الذي درسته الشركة بعناية[22].

عرضت شركة بيركشير 22 دولاراً بالسهم الواحد عداً ونقداً، وهذا يمثل علاوة بلغت 23% على سعر الإغلاق، لكن بفت لم يكن قلقاً. «كانت فرصة أتيحت، ليس للحصول على عملين جيدين معاً فحسب، بل هما رزمة مزدوجة في النهاية، عملان من الدرجة الأولى يتميزان بإدارتين من الدرجة الأولى ايضاً، وهذا تماماً هو ما نبحث عنه». كما قال، مضيفاً إنه لاينوي تغيير شيء. «نحن نشتري العمل الذي تتم إدارته بشكل جيد لنبدأ به، ولست بحاجة إليه إذا استدعى بقائي في فورت وورث»[22]. في اليوم الذي تلا الإعلان عن الصفقة قفز سعر السهم بنسبة 22%، وعاد وورن بفت إلى أوماها منتعلاً حذاء جديداً من جلد النعامة يحمل علامة توني لاما التجارية.

شركة كوكا كولا

بُعَيد إعلان شركة بيركشيَر العلني سنة 1989 عن امتلاكها لـ 6,3% من شركة كوكا كولا، أجرت ميليزا تيرنر Melisa Turner ـ الكاتبة التجارية في مجلة كونستيتيوشن Constitution التي تصدر في أتلانتا Atlanta ـ مقابلة مع بَفِت وطرحت عليه سؤالاً طالما ألقيَ عليه من قبلُ: لماذا لم يشتر أسهماً في الشركة فيما مضى. فقصَّ عليها ـ على سبيل الإجابة ـ ماكان يدور في خلده حين اتخذ القرار في نهاية المطاف قائلاً:

«لنقل إننا اليوم قد أمضينا عشرة أعوام، وإنكِ أردتِ أن تستثمري، وإنك تعرفين جميع ما تعرفينه اليوم، ولا يمكنك تغييره حين تكونين قد تجاوزته. فبِمَ تفكرين؟» يجب أن يكون العمل بالطبع سهلاً ومفهوماً. ولابُدَّ أن تكون الشركة قد بيَّنت جزءاً كبيراً من ثبات العمل على مر السنين، وكذلك أن تكون التطلعات المستقبلية طويلة الأمد ومُبَشِّـرة. «ولو خرجتُ بأي أمر يتعلق بالأمور الأكيدة ـ حيث أعلم أن السوق ستستمر في النمو، وأن قائدة السوق ستبقى في القيادة، أعني في جميع أنحاء العالم، وأن هناك نمواً كبيراً في الإنتاج الفردي ـ فلن أجد شيئاً مثل كوكا كولا. وسأكون متأكداً بشكل لابأس به من أنني حين أعود سيكون أداء الشركة أكبر بكثير مما هو عليه اليوم»[22] .

ولكن لماذا تم الشراء في ذلك الوقت؟ ظلت الصفات التي تميِّز أعمال الشركة ـ كما وصفها بَفِت ـ قائمة منذ عشرات السنين؛ لكنه يعترف أن التغييرات التي حدثت فيها خلال ثمانينيات القرن العشرين تحت إدارة روبيرتو غويْزويتا Roberto Goizueta هي التي لفتت نظره.

كان غويْزويتا ـ الذي ترعرع في كوبا ـ أول مدير تنفيذي أجنبي، فقد جاء به روبيرت وودرُف Robert Woodruff ـ بطريق الشركة الذي بلغ الحادية والتسعين ـ ليحل المشكلات التي نزلت بها في سبعينيات القرن العشرين. وَ فيها من الغمِّ مافيها، حيث تنازعتْ مع مصانع التعبئة واتُّهِمتْ بسوء معاملة العمال

المهاجرين في بساتين منِت ميد Minute Maid، وواجهت ادعاءات أنصار البيئة بأن حاوياتها وحيدة الإتجاه ساهمت في تزايد مشكلة التلوث في البلاد، واتهمتها هيئة العمل الاتحادية بأن نظامها الامتيازي الحصري خرق قانون شيرمان Sherman لمنع الاحتكار، وتضعضع فيها عمل الشركة الدولي أيضاً.

أول عمل قام به غويْزويتا هو دعوة كبار مديري كوكا كولا الخمسين للاجتماع في بام سبرينغس Palm Springs بكاليفورنيا، وقال لهم: «أخبروني بالأخطاء التي نرتكبها، أريد أن أعرف كل شيء، وعندما يتم تصحيح الخطأ أريد ولاءً مطلقاً، وإن شعر أحد بعدم الرضى فإننا سنصل معه إلى تسوية جيدة ونودّعه»[23].

شجَّع غويْزويتا مديريه على ركوب المخاطر الذكية، إذ أراد أن يبادر بالفعل بدلاً من رد الفعل وبدأ بتخفيض التكاليف، فأوجب على كل شركة تمتلكها كوكا كولا، أن ترفع من عائداتها على الأصول إلى الحد المثالي، وتُرجمَت هذه الأفعال على الفور إلى زيادة في هوامش الأرباح، وبهذا استرعت انتباه وورن بَفت.

شركة واشنطن بوست

كتب بَفت ذات مرة: «إن الأمورَ الاقتصادية الخاصة بصحيفة مُهيمنةٍ ممتازةٌ، وهي بين الأفضل في العالم.»[24] لم يكن ثمة منافسون مباشرون لعمل الغالبية العظمى من الصحف الأمريكية التي كان أصحابها يودّون الإعتقاد بأن الأرباح الاستثنائية التي يكسبونها سنوياً هي نتيجة جودة صحفهم من الناحية الصحفية، لكن الحقيقة ـ كما قال بَفت ـ هي أن الصحيفة ـ حتى وإن كانت من الدرجة الثالثة ـ تولّد أرباحاً كافية مناسبة إذا كانت وحيدة في البلدة، وهذا يشكل امتيازاً تقليدياً مع كل مزاياه.

صحيح أن الصحيفة ذات الجودة العالية ستحقق نسبة انتشار أعلى، إلا أن الصحيفة ذات المستوى المتوسط ـ كما يقول بَفت ـ ضرورةٌ للمجتمع بسبب إغراء «لوحتها الإعلانية»، فكل عمل في البلدة وكل بائع بيت وكل

فرد يريد أن يوصِل رسالةً إلى المجتمع يحتاج إلى تعميم ذلك من خلال الصحيفة، وهكذا يتلقى صاحبها جُمالة من كل عمل في البلدة يريد أن ينشر إعلاناً.

تمتلك الصحف شهرةَ محلٍّ إقتصادية ذات قيمة عالية. إضافة إلى الصفة التي تتميز بها كونها امتيازاً، وقد بيَّن بَفت أن الصحف لاتتطلب الكثير من الاحتياجات الرأسمالية، ولذلك يمكن أن تترجم المبيعات إلى أرباح، وحتى المطابع التي تعتمد على الحاسوب ونظم الصحف الإلكترونية الغالية تتمكن من استرداد تكاليفها بسرعة من خلال تكاليف الأجور الثابتة. كما أن الصحف قادرة على زيادة الأسعار بسهولة لاباس بها وبذلك تولِّد عوائد على رأس المال المستثمَر تفوق المعدل وتخفِّض من آثار التضخم الضارة أيضاً. ويمكن للصحيفة العادية ـ بتقدير بَفت ـ أن ترفع سعرها إلى الضعفين وتستبقي مع ذلك 90% من قرائها.

شركة ماكلين

تقف شركة ماكلين على عتبة نمو عظيم واعد، فقد انفصلت عن وول ـ مارت Wal-Mart وأصبحت حرة في متابعة الإجراءات مع منافسي الأخيرة من أمثال تارغِت Target وغيرها من المتاجر الكبرى في الولايات المتحدة، وبذلك ستتمكن من المحافظة على كفاءة أسعارها وجودة خدماتها من خلال تركيزها على الكفاءة والاستثمار في أنظمة حاسوبية برمجية في جميع المشروعات وإدارة الشحن وأنظمة منافذ البيع، إضافة إلى غير ذلك من العمليات المؤتمتة.

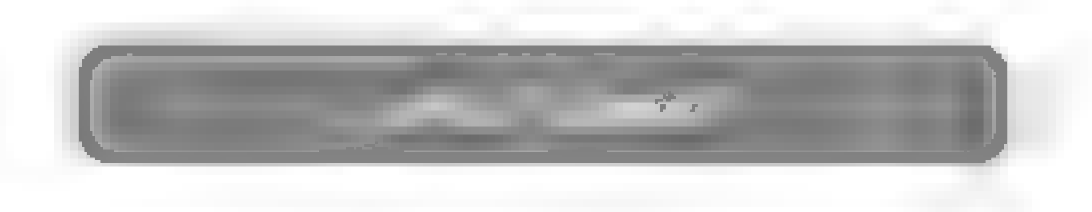
حين اشترى بَفت شركة ماكلين كان بعض اللاعبين في الصناعة ـ من أمثال فليمِنغ Fleming وَ يو إس فود سيرفيس U.S. Food Service؛ وهي قسم من شركة رويال أهولد Royal Ahold ـ يمرون بأوقات عصيبة لأسباب متنوعة. ورغم أن الشك يدور حول مدى تأثير ذلك على قرار بَفت، إلا أنه قيل حينذاك إن انخفاض سعر فليمِنغ ربما يؤدي إلى وضع قيمة إضافية مقدارها 7 مليارات دولار من العمل في متناول اليد.

ذ بامبرد تشيف

لقد أبدت بامبَرد تشيف رسوخاً متوالياً تحسدها عليه الشركات الأقدم منها حيث حققت نسبة نموٍّ بلغت ٢٢٪ سنوياً بين عامي 1995 و2001. وإن تطلعاتها طويلة الأمد قوية. وترى شركة دايركت سيلينغ أسّوشييتس Direct Selling Associates أن البيع من خلال الحفــــلات المُبَرمَجة جلبــت خلال عام 2000 مبلغ ســــبع مليــــارات دولار في أنحاء البــلاد وبزيادة بلغت 2,7 مليار دولار منذ عام 1996.

لم تكن كريستوفر Christopher نفسها متباطئة. فهي ترى أن في الخزن الأمريكية مُتسعاً للمزيد من المنتجات. وهي تشير إلى أن شركة ميري كيه Mary Kay لبيع مواد التجميل بيعاً مباشراً تمتلك ستمئة ألف بائع وبائعة. وبذلك تنفتح أمامها آفاق التوسع. إن كريستوفر تطوِّر منتجات جديدة مثل أدوات تقديم الطعام المصنوعة من السيراميك، وتتوسع في كندا والمملكة المتحدة وألمانيا. وأخيراً فإن الشركة مُهَيّأة بشكل لاتحتاج معه إلى الكثير من رأس المال كي تتوسع. وليس أمامها منافسة ذات أهمية في صنفها الذي تتعامل به.

●●●



دلائل الاستثمار

مذاهب في الإدارة

عندما يدرس وورن بَفِت Warren Buffett أمر استثمارٍ أو استحواذٍ جديد، فإنه يشحذ فكره في نوعية الإدارة. ويخبرنا بأن الشركات أو الأسهم التي تشتريها شركة بيركشيَر هاثاويه Berkshire Hathaway يجب أن يقوم على تشغيلها مديرون أمناء أكفاء، يمكن أن ينالوا إعجابه وثقته. ويقول: «لا أرغب بالارتباط بمديرين تنقصهم الصفات المثيرة للإعجاب، بصرف النظر عن مدى الجاذبية التي تتمتع بها تطلعات أعمالهم المستقبلية»[1] .

وحينما يعثر بَفِت على المديرين الذين يعجبونه يمطرهم بثنائه. إذ يجد قراء رسائل رئيس مجلس الإدارة المرفقة بالتقارير السنوية أنها تزخر سنة بعد سنة بالكلمات الحارة عن القائمين على إدارة مختلف شركات بيركشيَر.

وهو على هذه الشاكلة أيضاً ـ حين يصل الذكر إلى إدارات الشركات التي يدرس أسهمها ـ يبحث على وجه الخصوص عن ثلاث سِمات:

1 ـ هل الإدارة عقلانية؟

2 ـ هل الإدارة صريحة مع المساهمين؟

3 ـ هل تقاوم الإدارة الإملاءات المؤسساتية؟

يرسل بَفِت التحية الكبيرة إلى المدير لأنه يتصرف بلا كَلَل ويفكر كصاحب الشركة، والمديرون الذين يفعلون ذلك لايغفلون عن هدف الشركة الرئيس المتمثل في أولوية التركيز على حقوق المساهمين. ويميلون إلى اتخاذ القرارات العقلانية التي ترسّخ هذا الهدف. وهو يُعجَب أيضاً بالمديرين الذين يتحملون مسؤوليتهم بجدّية في نقل المعلومات الكاملة والحقيقية إلى المساهمين. ويمتلكون الشجاعة لمقاومة ما أسماه الإملاءات المؤسساتية: أي الاتباع الأعمى لنظرائهم في الصنعة.

> **حين يعمل لديك مديرون مقتدرون ذوو شخصية عالية، ويديرون أعمالاً يعشقونها، يمكن ان يكون تحت إمرتك عشرة منهم او يزيدون، ومع ذلك يبقى لديك وقتٌ تقيلُ فيه.[2]**
>
> **وورن بَفِت، 1986**

أصبح هذا الأمر أكثر إلحاحاً مع ظهور الأخطاء المذهلة في الشركات. ولقد أصر بَفِت دائماً على التعامل فقط مع أناس على أعلى مستويات الاستقامة، وأوقعه ذلك الموقف أحياناً في خصام مع كثير من المشاهير في عالم الشركات، إذ لم يكن الإعجاب بالاستقامة والأمانة والجدارة بالثقة سماتٍ دائمة في دوائر الأعمال، بل يُستخَف بالحديث عنها في بعض الأحيان ويُعَدُّ أمراً ساذجاً بعيد المنال في حقيقة الأعمال.

ومن الجمال والعدل أن يَظهر موقف بَفِت بما يتعلق باستقامة الشركة بمنزلة استراتيجيةٍ ألمَعِيَّةٍ في هذه الأيام دون أن يكون مَبعثها استراتيجياً. إنما هو نابع من نظامه الخاص بالقيمة التي لاتهتز. ولمّا يستطع أحد بعدُ أن يتهمه بالسذاجة قطّ.

سنتناول بمزيد من التعمق فيما يلي من هذا الفصل استجابات بَفِت لهذه الأمور الخاصة بأخلاقية سلوكيات الشركة، ولا سيَّما التعويض الزائد على المديرين، وخيارات شراء أو بيع الأسهم بسعر محدد خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد. واستقلالية المديرين ومحاسبتهم، والغش المحاسبي. حيث يخبرنا عن الأمور التي يرى وجوب تغييرها لحماية مصالح المساهمين ويعطينا فكرة عن الكيفية التي يستطيع المستثمرون من خلالها تقييم المديرين لكي يتم تحديد جدارتهم بالثقة أو عدمها.

العقلانية

يعتقد بَفِت أن أكثر أعمال الإدارة أهمية هو تخصيص رأسمال الشركة، وتكمن أهميته القصوى في أنه يحدِّد ـ مع مرور الوقت ـ مدى قيمة حقوق المساهمين. وهو يرى أن اتخاذ قرار بشأن التصرف بأرباح الشركة ـ أي إعادة استثمارها في الشركة أو ردُّ المال إلى المساهمين ـ يقع ضمن المنطق والعقلانية. وفي ذلك كتبت كارول لوميس Carol Loomis من مجلة فورشن *Fortune* تقول: «العقلانية هي السِّمَة التي يرى بَفِت أنها تميِّز أسلوبه الذي يدير به شركة بيركشير. وهي كذلك السِّمة التي لايجدها في معظم الأحيان في الشركات الأخرى»[6].

يصبح هذا الأمر هاماً حينما تصل الشركة إلى مستوى معين من النضج حيث تتردى نسبة نموِّها وتشرع بتوليد نقد يزيد عما تحتاج إليه للتطوير وتكاليف التشغيل. وهنا يبرز السؤال: كيف تخصَّص هذه الأرباح؟

حين يكون النقد الزائد المُستثمَر داخلياً قادراً على توليد عائد يزيد عن المعدل على أسهم رأس المال، يتعيَّن على الشركة أن تحتجز أرباحها وتستثمرها من جديد، وهذه هي السبيل المنطقية الوحيدة. فاحتجاز الأرباح بغرض الاستثمار من جديد في الشركة بتكلفة *أقل* من وسطي تكلفة رأس المال هو أمر لاعقلاني تماماً وشائع أيضاً.

حالة عملية

شو إندَستريز، 2000ـ 2002

SHAW INDUSTRIES, 2000 - 2002

في أواخر عام 2000 وافقت مجموعة بيركشير هاثاويه ـ التي يملكها وورن بفت ـ على الاستحواذ على 87% من شركة شو إندستريز، أكبر مُصنّع للسجاد في العالم، بمبلغ 19 دولاراً للسهم الواحد، أو حوالي مليارَي دولار. ورغم أن السعر زاد بعلاوة قدرها 56% عن سعر التداول البالغ 12,19 دولاراً، إلا أنه ارتفع إلى حد كبير قبل سنة. وقد دفع بفت العلاوة لأن الشركة تميّزت بالعديد من الصفات التي يحب أن يراها؛ العمل بسيط ومفهوم، وله تاريخ تشغيلي راسخ متوالٍ، و يكشف عن تطلعات مستقبلية واعدة طويلة الأمد.

صناعة السجاد ليست سهلة في ظل الآلات العملاقة المعقدة التي تغزل وتصبغ وتحيط حواف السجادة بالذوائب وتحوكها؛ لكن أساس العمل بسيط ومفهوم، يخلص إلى صنع أفضل سجادة ممكنة وبيعها مع الربح. تنتج شو اليوم حوالي 27,000 تصميم بألوان وحبكات للإستخدامات المنزلية والتجارية، وتقدم خدمات لكسوة أراضي الغرف وخدمات إدارية، وتمتلك مايزيد على مئة مصنع ومركز توزيع، وتصنع أكثر من ستمئة مليون ياردة مربعة من السجاد سنوياً وتستخدم ثلاثين ألف عامل.

ومن الواضح أن بفت يوقن بحاجة الناس إلى السجاد وكسوة الأرضيات مدة طويلة قادمة، وأن شركة شو ستكون جاهزة لتزوّدهم بها، وهذا يفسّر أحد متطلباته في تطلعات مستقبلية ممتازة بعيدة المدى.

غير أن الأمر الذي جذب بفت في الواقع هو إدارة الشركة العليا، إذ أورد في تقريره السنوي لعام 2000 الموجه إلى المساهمين عن صفقة شركة شو: «سمة رئيسة هامة للصفقة هي أن جوليان سول Julian Saul ـ رئيس الشركة ـ و بوب شو Bob Shaw ـ مديرها التنفيذي ـ استمرا في امتلاك 5% منها، وهذا يتيح لنا مرافقة أفضل عمل يكشف عنه سجلهما: فقد أنشأ كل منهما عملاً كبيراً ناجحاً في عالم السجاد قبل أن تتضافر قوتاهما عام 1998»[3] .

وبين عامي 1960 و 1980 قدمت الشركة عائداً سنوياً، بلغ معدله 27% على الاستثمار. وتنبأ بوب شو Bob Shaw عام 1980 أن شركته ستضاعف مبيعاتها البالغة 214 مليون دولار أربع مرات في غضون عشرة أعوام، فأنجز ذلك في ثمانية فقط.

من الواضح أن يكون بوب شو قد أدار شركته بصورة جيدة، وبشكل تناسب بدقة مع أسلوب بفت. وفي ذلك يقول شو: «عليك أن تجعل الأرباح منطلق نجاحك، فإن اتخذت من ذلك فلسفة لك - أي أن تكبر من خلال أرباحك لا اقتراضك، وتدبرت أمر ميزانيتك - فلن تتعرض لمشكلات كبيرة قط.»[4]

هذا النمط من التفكير ينصبّ في سبيل بفت، الذي يرى أن شغل الإدارة الأهم هو تخصيص راس المال وأن هذا التخصيص سيحدد على مر الزمن مدى قيمة حقوق المساهمين، وهذا - في عقلية بفت - شيء بسيط: إذا أعيد استثمار النقد الزائد داخلياً، و ولّد عائداً أعلى من تكاليف راس المال توجب على الشركة أن تحتجز عائداتها، وتعيد استثمارها، وهذا مافعله شو بالضبط.

ولم يكن بوب يتخذ قرارات مالية جيدة فحسب، بل قرارات قوية تخص المنتجات والعمل من خلال التكيّف مع ظروف السوق المتغيرة أيضاً. إذ عمد على سبيل المثال إلى إعادة جاهزية جميع آلات الشركة عام 1986 حين طرح ديبون DuPont خيوطه المقاومة للصباغ المصنوعة من الساتان. ثم قال: «البيع هو مقابلة الناس والتنبؤ بحاجاتهم وتزويدهم بها، وهي دائمة التغيير. وعليه فاذا اتبعت طريقة واحدة لأداء العمل كنت كمن فعل ذلك قبل خمس سنوات بل سنتين: ولكنك لم تؤده على الوجه الصحيح.»[5]

انعكست إدارة شو القوية في تاريخ الشركة التشغيلي الراسخ المتوالي، فنمت إلى أن وصلت إلى المركز الأول في بيع السجاد في العالم متغلبة بذلك على الظروف المتغيرة في السوق والتكنولوجيا وحتى خسارة المنافذ الرئيسة، ومنها شركة سيرز Sears - التي كانت من أكبر الباعة المرتبطين بشركة شو حينذاك - أغلقت عام 2000 عملها الخاص بالسجاد، فنظرت الإدارة إلى هذه الحالة بمنزلة تحديات أكثر منها صعوبات يجب التغلب عليها لا أن تشكل حواجز في وجه تحقيق النجاح.

وفي عام 2002 إشترت بيركشير الحصة المتبقية من شركة شو التي لم تكن قد دخلت في ملكيتها بعد. وبحلول عام 2003 بلغ دخلها من المبيعات 4.6 مليار دولار، فكانت بذلك أكبر شركات بيركشير بعد قطاع التأمين.

أمام الشركة التي تقدم عائدات استثمارية تقل عن المعدل أو تدانيه، ولكنها تولِّد نقداً يزيد عما تحتاجه ثلاث خيارات: (1) تجاهل المشكلة والاستمرار في إعادة الاستثمار بنسب تقل عن المعدل، (2) إمكان شراء النمو أو (3) ردُّ المال إلى المساهمين. وعند هذا المنعطف يركِّز بَفِت بقوة شديدة على الإدارة حيث النقطة التي سيتصرف المديرون عندها بعقلانية أو عكسها.

المديرون الذين سيستمرون عموماً في إعادة الاستثمار ـ بالرغم من العائدات الأدنى من المعدل ـ يفعلون ذلك اعتقاداً منهم أن الحالة مؤقتة، وهم على قناعة بقدرتهم على تحسين ربحيَّة شركتهم من خلال مهارتهم الإدارية. أما المساهمون فيقفون عاجزين أمام تنبؤات الإدارة بالتحسينات.

وإذا استمرت الشركة في تجاهل هذه المشكلة أصبح النقد مصدراً خاملاً بصورة متزايدة، وعندها تنخفض أسعار الأسهم. ذلك أن الشركة ذات العائدات الاقتصادية البسيطة والنقد الكثير وأسعار الأسهم المتدنية ستجتذب المغيرين عليها، وهذا سيمثل في غالب الأحيان بداية نهاية ولاية الإدارة الحالية. يلجأ المديرون التنفيذيون ـ بقصد حماية أنفسهم ـ ، الى الخيار الثاني: ألا وهو شراء النمو عن طريق الاستحواذ على شركة أخرى.

إن الإعلان عن خطط الاستحواذ يسُرُّ المساهمين، ويثني المغيرين على الشركة عن عزمهم؛ لكن الشكوك تساور بَفِت بالشركات التي تحتاج إلى شراء النمو، فهو من الناحية الأولى يتم بأسعار زائدة عن القيمة الحقيقية، ومن الناحيةالأخرى فإن الشركة التي يجب أن تنخرط في شركة جديدة وتديرها تكون عُرضة لارتكاب أخطاء يمكن أن تكلف المساهمين غالياً.

إن المسلك الوحيد المنطقي والمسؤول برأي بَفِت أمام الشركات التي تمتلك أموالاً نقدية لايمكن إعادة استثمارها لقاء معدلات تفوق المعدل هو إعادتها إلى المساهمين. وهناك طريقتان في هذه السبيل: رَفعُ ربح السهم أو إعادة شراء الأسهم من قبل الشركة.

حالة عملية

فرُت أوف ذَ لوم 2002

FRUIT OF THE LOOM, 2002

اشترى وورن بفت عام 2002 عملاً أساساً (في الألبسة)، هو شركة فرُت اوف ذ لوم Fruit of the Loom المفلسة مقابل 853 مليون دولار عداً ونقداً. وبذلك استحوذت بيركشير على أصلين قويين: مدير متميز وإحدى أشهر وأحب العلامات التجارية في البلاد، بالإضافة إلى ديون بلغت 1,6 مليار دولار تقريباً وتاريخ مرير من النيات السيئة فيما بين المساهمين والموردين وباعة التجزئة والزبائن.

انطلقت هذه الشركة ـ التي تبيع ثلث الملابس الداخلية الخاصة بالرجال والأولاد في الولايات المتحدة خجولة من مصنع في رود آيلاند Rhode Island عام 1851، وترعرعت خلال القرن التالي لتحتل المرتبة الأولى في البلاد في صناعة الملابس الداخلية والقمصان قصيرة الأكمام، لكنها مع ذلك أخفقت في تفادي المعارك الاقتصادية التي أثقلت بتهديداتها على صناعة الألبسة. وفي عام 1985 اختطفها الراسمالي ويليام فارلي William Farley المعروف باستحواذه على الشركات التي تعاني من مصاعب مالية.

قاد فارلي ـ المعروف بلقب «خاطف الأبصار» و «الوهاج» ـ الشركة عبر بضع سنوات من النمو ثم إلى تدهور مأساوي. بدا كل شيء يسير في طريق خاطئة. لكن برنامج استحواذ هجومي بلغت قيمته 900 مليون دولار، ترك الشركة عام 1996 مُثقلة بديون طويلة الأجل وصلت إلى 128% من قيمة أسهم رأس المال العادية. دون تحقيق الارتفاع المتوقع في العائدات. أضحت المدفوعات لاتؤدَى إلى الموردين. فتوقفوا عن شحن المواد الأولية. نقل فارلي 95% من العمليات إلى ماوراء البحار وأغلق عدداً من المصانع في الولايات المتحدة تاركاً حوالي 16000 عامل معزول، ونتيجة

صافية من المشكلات الخطيرة المتعلقة بمراقبة الجودة وبالتسليمات التي حان موعدها. ولمواجهة هذه الفوضى العارمة في التسليمات أسس شركة قابضة لشركة فرُت اوف ذ لوم، وانتقل بإدارتها إلى جزر كيمان Cayman Islands مُتجنباً بذلك الضرائب الأمريكية المفروضة على المبيعات الخارجية ومخلفاً وراءه متاعب كبيرة في العلاقات العامة.

زادت المتاعب سوءاً حين أقنع فارلي مجلس إدارته المعيَن - من خلال مناورة هي اليوم لاتعد قانونية - بضمان قرض مصرفي شخصي بمبلغ 65 مليون دولار في حال التخلف، وقد تخلف بالفعل، فتنازل المجلس عن عشرة ملايين دولار بعد أن وضع تعويضاته مقابل حوالي عشرين مليون دولار من القرض وأعاد تسعير خيارات شراء او بيع الأسهم استرضاء للمديرين الكبار.

كانت الشركة تتجاوز الخط الأحمر بالرغم من محاولات خفض التكاليف. وفي عام 1999 قيدت خسائر بلغت 576 مليون دولار، فزادت عن توقعات المحللين بسبعة اضعاف، وهبط الهامش الإجمالي بنسبة متواضعة قدرها 2% وهي لاتكفي لتغطية نفقات الفائدة البالغة مئة مليون دولار واللازمة لتغطية خدمة قرض قيمته 1,4 مليار دولار. وفي السنة نفسها قرر مجلس مؤسسات الاستثمار إدراج الشركة ضمن الشركات العشرين الأكثر تدنياً في الأداء على مستوى البلاد. انخلعت أفئدة المساهمين من الخوف إزاء انهيار اسعار الأسهم من 44 دولاراً للسهم الواحد أوائل عام 1997، إلى أكثر من دولار واحد بقليل بحلول نهاية عام 1999، فخسر السهم أكثر من 90% من قيمته خلال تلك السنة.

لذلك لم يندهش الكثيرون حين تقدمت الشركة في كانون الأول /ديسمبر ١٩٩٩ بطلب إشهار التفليسة حسب الفصل الحادي عشر المتضمن حمايتها. وتهاوت أسهمها إلى مزيد من الانهيار فوصل سعر السهم إلى 0.23 دولار بحلول تشرين الأول/ أكتوبر 2001 .

فما السبب إذن وراء اهتمام وورن بفت؟ هناك سببان: علامة تجارية قوية جداً تقدم نمواً واعداً تحت إدارة صحيحة، ووصول رجل على حصان أبيض.

كان جون ب. هولاند John B. Holland موظفاً كبيراً محترماً جداً في شركة فرت اوف ذ لوم طوال عشرين سنة ونيف، قضى منها سنوات عديدة رئيساً ومديراً تنفيذياً لها وتقاعد عام 1996، ثم استدعي عام 2000 نائباً للرئيس وعهد إليه بعمليات الإصلاح.

يجسد هولاند مثالاً كاملاً عن صفات الإدارة التي يصر عليها بفت الذي يجاهر بازدرائه المديرين الذين يلجئون مجالس إداراتهم - بالترغيب بتعويضات مجزية - إلى عقد صفقات ظزهرها جيد، وكذلك المجالس التي تبرمها، ولكنه بالمقابل يصدح بالثناء الحماسي على هولاند، ويحتفظ بصمته العلني عن ازدراء فارلي الذي كان يلمح إليه بعبارة «الإدارة الفقيرة».

شرح بفت فكرته لمساهمي بيركشير بقوله: «كان جون هولاند مسؤولاً عن عمليات شركة فرت خلال معظم سنواتها الخيرة ... (وبعد الإفلاس) اعيد توظيفه، وانجز عملاً جباراً في إعادة تفعيل تلك العمليات، كانت التسليمات قبل عودته مضطربة والتكاليف متعالية والعلاقات مع الزبائن الرئيسين فاسدة.... وقد عمل على العودة بالشركة إلى سابق عهدها بالرغم من ظروف المنافسة المتزايدة. [وفي عرضنا للشراء] تركز إصرارنا على شرط غير عادي: يجب أن يبقى جون موجوداً لمتابعة الخدمة مديراً تنفيذياً بعد ان نتسلم الشركة، فهو والعلامة التجارية بالنسبة إلينا من أصول شركة فرت الرئيسة»[7] .

ومنذ أن تسلم هولاند زمام الأمور تعرضت الشركة لعملية إعادة هيكلة شاملة من أجل تخفيف تكاليفها، فخفضت أجور الشحن التي تتقاضها إلى درجة كبيرة وقللت من ساعات العمل الإضافي ونزلت من مستويات المخزون، وتخلصت من الأعمال الجانبية والغت خطوط الإنتاج الخاسرة وأوجدت كفاءات جديدة في العملية التصنيعية وعملت على استرجاع رضا الزبائن من خلال الوفاء بطلبات الشراء في موعدها.

ظهرت التحسينات بصورة شبه فورية، ورادت الأرباح، وتدنت نفقات التشغيل، إذ ارتفعت الأرباح عام 2000 إلى 160.3 مليون دولار بزيادة 222% مقارنة بأرباح عام 1999، وزادت نقاط الهامش الإجمالي بنسبة 11% ، كما أعلنت الشركة عام 2000 عن خسائر تشغيلية بلغت 44.2 مليون دولار

مقارنة بخسائرعام 1999 البالغة 292,3 مليوناً. وكشفت أيضاً عن تحسينات في نتائج الربع الرابع لعام 2000 بخسارة تشغيلية بلغت 13,5 مليون دولار (اشتملت على تكاليف موحدة دفعة واحدة بسبب إغلاق أربعة مصانع في الولايات المتحدة). وذلك مقارنة بمبلغ 218,6 مليون دولار تمثل أكثر من 16 ضعفاً قبل سنة واحدة فقط.

ترسّخ الاتجاه الإيجابي عام 2001. فبلغت الأرباح 72,5 مليون دولار أخرى بزيادة 31% عن عام 2000. وزادت نقاط الهامش الإجمالي من 7,7% نقطة إلى 22,7% في تلك السنة. كل هذا يعني أن الشركة انهت عام 2001 بأرباح تشغيلية مقدارها 70,1 مليون دولار مقارنة بخسائر عام 2000 البالغة 44,2 مليوناً.

من الطبيعي الا يمكن إصلاح المشكلات المستعصية التي تعرضت لها شركة فرُت أوف ذ لوم بين عشية وضحاها. ولا بُدّ من استمرار تشغيلها في ظروف صناعية منافسة ضارة. لكن بفت مسرور حتى الآن بأدائها.

هناك سبب ثالث لقرار بفت ـ حتى لايكون ثمة من يظن حتى اليوم أن شراء شركة مفلسة مثقلة بالديون ـ يجب الا يُدهش أبداً: إذ كان بمقدوره أن يستحوذ على الشركة وفق شروط مشجِعة جداً سنخوض في تفاصيلها في الفصل الثامن.

إن شراء شركة تصنع ملابس داخلية خلق الكثير من الطرائف المُبتدلة استغلها بفت المشهور بالتلاعب بالألفاظ والكلمات أيما استغلال. ففي اجتماع المساهمين عام 2002 داعب الحضور بنصف جواب على سؤال صريح طُرح عليه، فقال: «حين البس ملابس داخلية. وهو أمر لاأفعله إلا نادراً .....» وترك جمهور الحاضرين ليقرروا بأنفسهم أكان هذا بنظره يعني سراويل قصيرة أم طويلة. وقد بيّن لماذا توجد «محصلة نهائية مشجِعة» في الألبسة الداخلية: «إنها سوق مرنة.» وأخيراً قدّم له تشارلي منغر سبباً إضافياً لشراء الشركة فقال عن ذلك من خلال وجه يخلو من أي تعبير: «ظل تشارلي سنوات عديدة يقول لي: ينبغي علينا ياوورن أن ندخل عالم الملابس الداخلية النسوية. وهو يبلغ الثامنة والسبعين، فإما أن يُنجز هذا الأمر اليوم، وإلا ..... فلا» [8] .

تتوفر الفرصة أمام المساهمين عند توفر النقد بين أيديهم ـ نتيجة لأرباح أسهمهم ـ للبحث عن عوائد أعلى في مكان آخر. وهذا يبدو من حيث الظاهر صفقة جيدة، ولذلك ينظر الكثيرون إلى أرباح الأسهم المتزايدة على أنها إشارة إلى الشركات حسنة الأداء. لكن بَفِت يرى أن ذلك صحيح فقط عندما يتمكن المساهمون من الحصول لقاء نقودهم على أكثر مما تستطيع الشركة أن تولّده إذا احتجزت الأرباح وأعادت استثمارها ذاتياً.

لقد كسَبت بيركشيَر هاثاويه على مرّ السنين عوائد عالية جداً من رأسمالها، واحتجزت كامل أرباحها. ولو تم دفع أرباح الأسهم إلى المساهمين لكان ذلك شراً لهم. وليس من الغريب ألا تدفع الشركة تلك الأرباح. فهذا أمر جيد تماماً تجاه المساهمين. ذلك أن الاختبار النهائي لقناعة المالكين هو السماح للإدارة بإعادة استثمار كامل الأرباح، وإن إيمان مالكي بيركشيَر ببَفِت عال.

إذا لم نفهم القيمة الحقيقية لأرباح الأسهم في بعض الأحيان، فالآلية الثانية هي إعادتها إلى المساهمين، وحتى إعادة شراء الأسهم هي أسوأ من ذلك أيضاً، والفائدة التي يجنيها المالكون هي في عدة وجوه أقل من كونها مباشرة وملموسة وفورية.

يشعر بَفِت أن في إعادة شراء الأسهم من قبل الإدارة فائدة ذات وجهين. فهي خير كبير للعمل إذا كانت قيمة الأسهم أدنى من قيمتها الذاتية. إذ أن الإدارة تربح دولارين مقابل كل دولار يُصرَف في إعادة الشراء إذا كان سعر السهم خمسين دولاراً وقيمته الذاتية مئة. وقد تحقق هذه العملية أرباحاً جزيلة لبقية المساهمين.

ويضيف بَفِت إن المديرين التنفيذيين ـ عند شرائهم أسهم الشركة في السوق بصورة فعالة ـ يبيّنون أن لهم أفضل المصالح لدى مالكيها الذين تحت أيديهم بدلاً من الحاجة الطائشة إلى توسيع هيكلية الشركة. وهذا الموقف يرسل إشارات طيبة إلى المستثمرين الآخرين الذين يبحثون عن شركة ذات إدارة جيدة

تزيد من ثروات المساهمين. وهنا ينال المساهمون المكافأة مرتين: الأولى من الشراء الأساس من السوق المفتوحة. والثانية هي التأثير الإيجابي لاهتمام المستثمر على الأسعار.

شركة كوكا كولا

أتاح نمو التدفق النقدي لشركة كوكا كولا فرصة زيادة أرباح أسهم المساهمين، وكذلك إعادة شراء أسهمها من السوق المفتوحة. حيث أجازت عملية إعادة شراء أسهمها بإعلانها عن إعادة شراء ستة ملايين منها. ومنذ ذلك الحين قامت بإعادة شراء أكثر من مليار سهم تمثل 32% من الأسهم المطروحة للتداول منذ الأول من كانون الثاني / يناير 1984 بسعر وسطي قدره 12,46 دولاراً للسهم الواحد. وبعبارة أخرى، صرفت حوالي 12,4 مليار دولار في شراء أسهمها التي سيبلغ ثمنها بعد عشرة أعوام 60 ملياراً.

وفي تموز / يوليو 1992 أعلنت الشركة أنها ستعيد شراء مئة مليون من أسهمها حتى عام 2000، وهي تمثل 7,6% من أسهمها المطروحة للتداول. وقد تمكنت ـ بفضل قدراتها القوية على توليد النقد ـ من إنجاز هذه العملية في وقت تابعت فيه استثماراتها المحمومة في أسواق ماوراء البحار.

شركة أمِريكان إكسبرس *American Express*

يعود ارتباط بَفِت بشركة أمِريكان إكسبرس إلى حوالي أربعين سنة خلت من خلال عملية جريئة قام بها لشراء أسهمها التي انخفضت أسعارها بسبب الاضطرار، وكذلك الأرباح العالية التي جناها بسرعة لشركائه في هذا الاستثمار (انظر الفصل الأول للاطلاع على كامل القصة).

لم يتزعزع إيمان بَفِت بهذه الشركة واستمر في شراء أسهمها. ويمكن أن تعود عملية شراء كبيرة حدثت عام 1994 إلى قرارات مجلس الإدارة الجيدة والسيئة بشأن استخدام النقد الزائد.

ساهم القسم الذي يُصدِر بطاقات التسليف والشيكات السياحية في الشركة ـ المُسمّى أمريكان إكسبرس للخدمات المتعلقة بالسفر ـ بحصة الأسد من الأرباح، وظل يولد أرباحاً جوهرية لمالكيها وموَّل عملياتها بسهولة، بل إن النقد الذي ولّده في أوائل تسعينيات القرن العشرين زاد عن حاجتها لمثل هذه العمليات، وهنا حصل التنافر بين الإدارة واختبار بَفِت الحِمْضي، فلم تفلح فيه.

قرر المدير التنفيذي حينذاك ـ جيمس روبنسون James Robinson ـ أن يستخدم النقد الفائض لتحويل الشركة إلى قوة خدمية مالية من خلال شراء أعمال أخرى متصلة بهذا المجال، فكان استحواذه الأول على شركة آي دي إس فايننشال سيرفيسز IDS Financial Services مُربحاً، ثم اشترى شركة شيراسون ليمان Sherason Lehman التي لم تكن كذلك، بل احتاجت بمرور الزمن إلى المزيد والمزيد من المال لتنفيذ عملياتها. وعندما ابتلعت أربع مليارات دولار تلقى بَفِت إتصالاً من روبنسون فوافق الأول على شراء أسهم ممتازة بمبلغ ثلاثمئة مليون دولار، ولم يكن مهتماً بشراء أسهم عادية قطّ إلى أن استعادت الشركة مسيرتها السليمة.

استقال روبنسون بصورة مفاجئة عام 1992، وحل محله هارفي غولَب Harvey Golub الذي تصدى على الفور لتقوية شهرة العلامة التجارية، فبدأ ـ على طريقة بَفِت ـ يستخدم عبارات مثل: *الامتياز وقيمة العلامة التجارية* في وصف بطاقة أمريكان إكسبرس، كما باشر بتصفية أصول الشركة ضعيفة الأداء وكذلك باستعادة الربحية والعائدات العالية على حقوق المساهمين، فكان من أول أعماله التخلص من شركة شيراسون ليمان واحتياجاتها الهائلة إلى رأس المال.

وسرعان ما أظهرت أمريكان إكسبرس علامات ربحها الذاتي القديم، لكن ذلك تحقق بفضل موارد الشركة التي دعمت هدف غولَب في بناء بطاقة أمريكان إكسبريس وجعلها «أكثر العلامات التجارية العالمية احتراماً»، وأضحت كل مراسلات الشركة تؤكد على قيمة الامتياز التي يتمتع بها اسم «أمريكان إكسبرس».

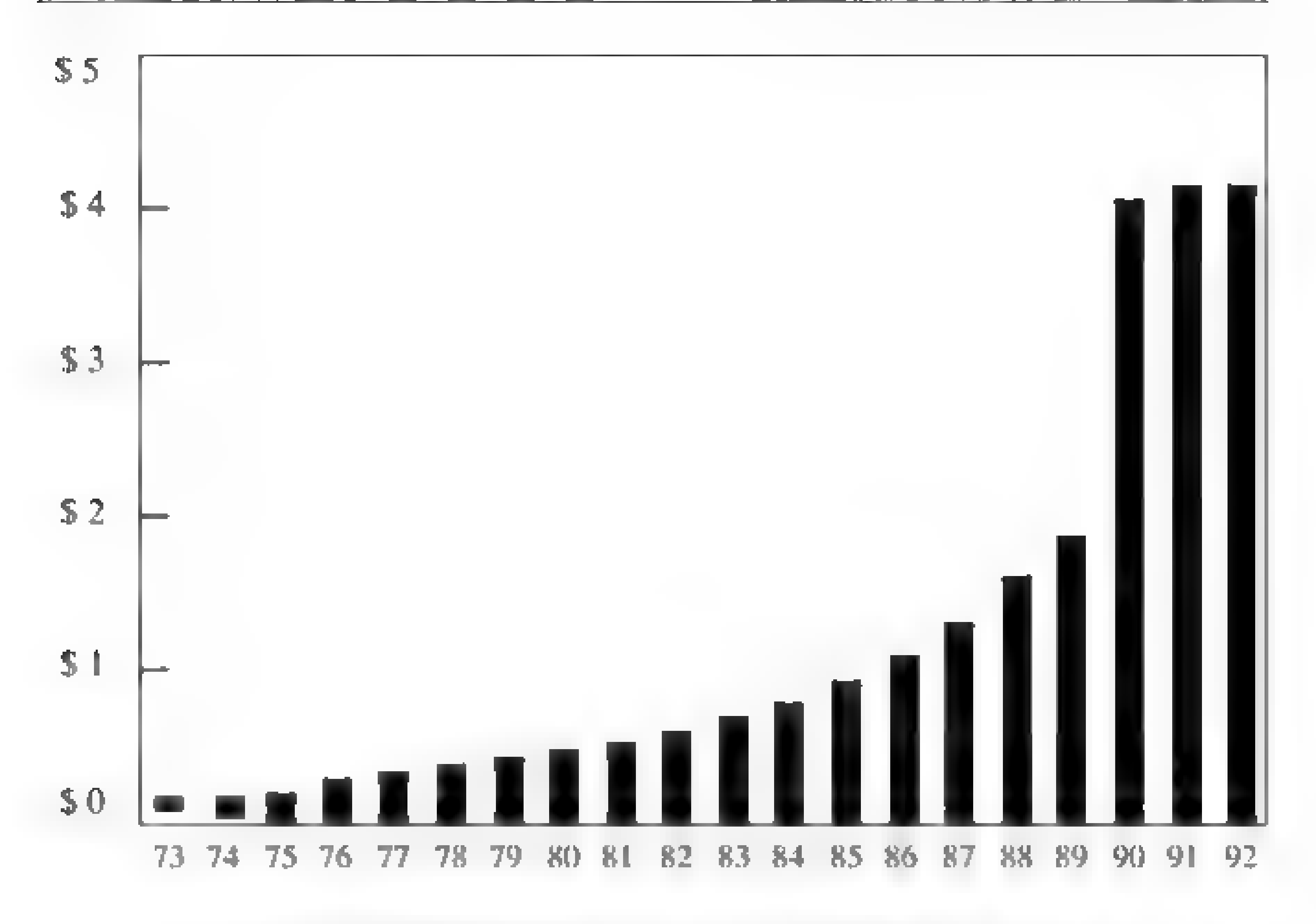
ثم وضع غولّب أهدافاً مالية للشركة: زيادة أرباح السهم بنسبة 12ـ 15% سنوياً والعائدات على حقوق المساهمين بنسبة 18-20%. وأضحت الشركة بعد وقت قصير تولّد مرة أخرى نقداً فائضاً وزاد رأس المال والأسهم عن حاجتها. ثم أعلنت في أيلول /سبتمبر 1994 أنها خططت لإعادة شراء عشرين مليوناً من أسهمها العادية بسبب أوضاع السوق. وكان أن وصلت هذه الموسيقا إلى أذني بَفِت.

كان بَفِت في ذلك الصيف قد حوّل مُمتلكات شركة بيركشيَر من أسهم ممتازة إلى عادية. ولم يدَّخر وسعاً في الاستحواذ على المزيد منها. ومع نهاية العام أضحت بيركشيَر تمتلك ٢٧ مليون سهم وفي آذار / مارس 1995 أضاف بَفِت عشرين مليوناً أخرى. ثم 49,5 مليوناً عام 1997 وكذلك 50.5 مليوناً عام 1998. وبحلول عام 2003 أصبحت بيركشيَر تملك 151 مليون سهم في شركة أمِريكان إكسبرس تعادل حوالي 12% منها وتبلغ قيمتها السوقية 7 مليارات دولار: أي سبعة أضعاف المبالغ التي دفعها بَفِت فيها.

شركة واشنطن بوست

تولّد صحيفة *واشنطن* بوست تدفقاً نقدياً جوهرياً لمالكيها. يزيد عما يمكن استثماره في عملها الأصلي. ولذلك ظهر خياران أمام إدارتها: ردّ المال إلى المساهمين وَ/ أو استثمار النقد بشكل مربح في فرص استثمارية جديدة. نحن نعلم أن بَفِت يفضل قيام الشركات بردّ الأرباح الفائضة إلى المساهمين. لكن شركة واشنطن بوست ـ برئاسة كاترين غراهام Catherine Graham ـ كانت أول شركة لصحيفة في قطاعها تعيد شراء أسهمها بكميات كبيرة. حيث اشترت 43% منها بين عامي 1975 و1991 بسعر وسطي قدره 60 دولاراً للسهم الواحد.

يمكن للشركة أن تختار رد العوائد إلى المساهمين. وذلك بزيادة أرباح الأسهم. ومن هنا وبسبب زيادة احتياطي النقد بصورة جوهرية صوتت *واشنطن بوست* عام 1990 على رفع ربح السهم الموزع على مساهميها من 1,48 إلى 4 دولارات أي بزيادة 117% على السعر الحالي (انظر الشكل 6 ـ 1).



الشكل 6-1 أرباح السهم الواحد من أسهم شركة واشنطن بوست

اشترت *واشنطن بوست* عدداً من الأعمال المُربحة: مُمتلكات «كابلات» محورية للنقل التلفازي من شركة كابيتال سيتيز Capital Cities و شركات هواتف محمولة ومحطـــات تلفاز، وذلك كله إلى جانب إعادة النقد الزائد إلى مالكيها، وانهالت العروض من كل جانب على دون غراهام Don Graham ـ مدير الشركة حينئذ ـ فوضع خطوطاً عريضة محددة لتقييم هذه العروض من أجل بذل المزيد من الجهد في تطوير التدفقات المالية بشكل جوهري وبتكاليف استثمارية مشجِّعة.

إنه يبحث عن عمل «يمتلك حواجز تنافسية، ولا يحتاج إلى نفقات رأسمالية هائلة، ويتميز بقوة تسعيرية معقولة». وأضاف: «لدينا تفضيل قوي للأعمال التي نعرفها»، ولو أتيح الخيار «لزادت احتمالات استثمارنا في بضع رهانات كبيرة بدلاً من بعشرة دولاراتنا الاستثمارية بمقادير صغيرة»[9] . إن استحواذ غراهام يعكس صورة مختصرة لاستراتيجية بَفِت في شركة بيركشَير هاثاويه.

تغيرت مبادئ العمل الصحفي في السنوات الأخيرة. وحينما تباطأ الاقتصاد، وخفض المعلنون النفقات عما سبق، استطاعت الصحف أن تحافظ على ربحيّتها عن طريق رفع أجر السطر. لكن المعلنين اليوم وجدوا طرقاً أرخص للوصول إلى الزبائن: الخط المحوري التلفازي، والبريد المباشر، والإعلانات الصحفية، ولم تعد الصحف احتكاراً إذ خسرت ما تملكه من مرونة كبيرة في تحديد الأسعار.

إن بَفِت مقتنع - حتى في ظل هذا الوضع - أن صورة شركة بوست Post أفضل من شركات الإعلام الأخرى. ويعود تفاؤله إلى سببين اثنين: الأول هو أن النقد الذي تملكه يطفئ الدَّين طويل الأمد الذي تتحمله، وأن *واشنطن بوست* هي الصحيفة الوحيدة التي يتداول السوق أسهمها وليس عليها أي دين حقيقي. وشرح بَفِت هذا الأمر بقوله: «والنتيجة هي أن تقلّص قيمة أصولها لم يظهر بفعل التأثيرات الناجمة عن ديونها طويلة الأجل»[10] . السبب الثاني أن شركة واشنطن بوست تدار بصورة حسنة واستثنائية - على حد قوله.

شركة ذَ بامبرد تشيف

قامت دوريس كريستوفر Doris Christopher مؤسِّسَة شركة ذَ بامبرد تشيف ومديرتها التنفيذية بتخصيص رأسمالها بشكل حسن. واستخدمت الأرباح الداخلية في تمويل جميع التوسعات ومراحل النمو. ثم أعادت في نهاية المطاف استثمار جميع أرباحها في الشركة وأدّى التوسع الحاصل إلى تحقيق نمو هائل في المبيعات. وقد نما عمل الشركة بين عامي 1995 وَ 2001 بنسبة مدهشة بلغت 232%. وتجاوز هامش الربح قبل الضريبة نسبة 25%. والدَّين الوحيد في ذمة الشركة هو ثلاثة آلاف دولار تمثل مبلغ التأسيس الأصلي الذي استدانته من عقد التأمين على حياتها.

تبدو دوريس كريستوفر- من كل ماهو ظاهر- مديرة حريصة تسعى وراء الربح. وهي تدير سفينة محكمة الإغلاق وتكشف عن حدْس إداري حريص من خلال معاملتها الحسنة لممثليها والمتميزة بالمنافسة في الوقت نفسه. فالمسوِّقون

المباشرون للشركة في جميع أنحاء البلاد هم إكسير حياة العمل ونافذة الشركة الوحيدة المباشرة على زبائنها الذين يربو عددهم عن الاثني عشر مليوناً. يكسب العاملون في البيع عمولة تبلغ 18-20% على البضاعة التي يبيعونها. وكذلك على 1-4% من أجور الاستشارات المطبخية التي يجلبونها للشركة.

صراحة المديرين

يرفع بَفِت عالياً مقام المديرين الذين يُظهِرون أداء شركاتهم المالي الكامل والحقيقي في تقاريرهم، ويعترفون بأخطائهم ويتقاسمون نجاحهم مع الآخرين، ويتميَّزون بمصارحة المساهمين على جميع الأصعدة. ويحترم على وجه الخصوص المديرين القادرين على التعبير عن أداء شركاتهم دون أن يتستَّروا وراء مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً.

وهذه المبادئ لاتتطلب سِوى الكشف عن معلومات العمل المُصنفة من قبل قطاع الصناعة. فيستغل بعض المديرين ذلك في حدوده الدنيا. ويراكمون جميع الأعمال التابعة للشركة في قطاع صناعي واحد بحيث يصبح من الصعب على المالكين أن يفهموا حركيَّة مصالحهم في كل عمل على حدة.

لكن بَفِت يصر على أنَّ «المطلوب بيانه في التقرير هو معطيات ـ سواء كانت مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً أو غيرها أو أكثر منها ـ حيث تساعد القراء المثقفين مالياً على الإجابة على أسئلة ثلاثة: (1) ماهي قيمة الشركة التقريبية؟ (2) ماهو احتمال قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المستقبلية؟ و (3) ما مدى جودة أداء المديرين لعملهم في ظل الأجواء التي يتعاملون فيها»[11].

إن تقارير شركة بيركشيَر هاثاويه السنوية هي خير مثال. فهي تستوفي متطلبات مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً، بل وتتجاوزها كثيراً. ويُبيِّن بَفِت فيها الأرباح الخاصة بكل عمل تملكه الشركة بشكل مستقل ويكمِّلها بأية معلومة إضافية أخرى، يظن أن المالكين يرونها ضرورية عند الحكم على أداء الشركة الاقتصادي. وهو يُعجَب بالمديرين التنفيذيين القادرين على رفع تقارير تتميَّز بالصراحة نفسها إلى مساهميهم.

يُعجَب بَفِت أيضاً بالمديرين الذين يتميّزون بالشجاعة في مناقشة الإخفاق بصورة علنية. ويرى أن الذين يعترفون بأخطائهم أمام الجميع هم أكثر قدرة على تصحيحها. ويعتقد أن معظم التقارير السنوية مُجرَّد رياء. ترتكب كل شركة مع مرور الوقت أخطاء كبيرة وذات شأن، ويرى أن كثيراً من المديرين يتقدمون بتقاريرهم المحشوَّة بكثير من التفاؤل الزائد بدلاً من الشروح الأمينة. ولعَلّهم بذلك يخدمون مصالحهم الذاتية على المدى القريب، ولكنهم لايخدمون مصلحة أحد على المدى البعيد.

يعترف بَفِت بفضل تشارلي مُنغر Charlie Munger في مساعدته على فهم قيمة دراسة الأخطاء الذاتية بدلاً من التركيز فقط على النجاح. وهو مُنفتح ـ في تقاريره السنوية التي يقدمها لمساهمي شركة بيركشيَر هاثاويه ـ على أمورها الإقتصادية وأداء إدارتها الصالح منها والطالح. ولطالما اعترف طوال السنوات بالمصاعب التي تواجهها في مجالي النسيج والتأمين. بالإضافة إلى وجوه إخفاقه الذاتي في إدارة هذين العملين.

إن انتقاد بَفِت لنفسه لاذع عنيف. جَلَبَ الاندماج مع شركة جنرال ري General Re عام 1998 مشكلات كبيرة بقيت عناصر قِسم منها غامضة طوال سنوات، ولم تظهر إلا عندما ضُرِبَ مركز التجارة العالمي عام 2001. وقال فيما بعد إنه ظن عندما تم الاندماج أن نمط عمل شركة إعادة التأمين يماثل النمط الذي طلبه من بقية شركات بيركشيَر التأمينية الأخرى. واعترف عام 2002: «ولكني كنت على خطأ كبير. فقد تطلب الوضع عملاً كبيراً لإقالة الشركة من عثرتها.»[12]

لم تتوقف مشكلة شركة جنرال ري عند ممارساتها التأمينية. بل كان فيها قسم يتعامل بالمتاجرة والشركات المنبثقة. وهذا عمل عدَّه بَفِت غير جذاب عندما حصل الإندماج (رغم أنه مُلزِم لأنه جزء من كامل الصفقة). وكارثيّاً من الناحية المالية بعد عدة سنوات. وقد كتب اعتذاره المباشر الصريح عام 2003 إلى

المساهمين: «أنا متأكد من مقدرتي على توفير مئة مليون دولار، أو نحو ذلك، لو أني أسرعت في إغلاق أوراق جنري Gen Re المالية، وتحرك تشارلي بسرعة لإغلاقها. ولا جدال في ذلك، ومع ذلك تردَّدتُ، وكانت النتيجة أن دفع مساهمونا سعراً أعلى بكثير مما دعت إليه الضرورة للمحافظة على بقاء هذا العمل.»[13]

جادل النقاد في أن ممارسة بَفِت الإعتراف العلني بأخطائه كان أسهل إذ لم يقلقه قطّ مخافة طرده من العمل لأنه يمتلك حصة كبيرة من أسهم شركة بيركشيَر العادية، وهذا صحيح، لكن ذلك لايمحو القيمة الجوهرية لإيمانه أن الصراحة تفيد المدير كما تفيد المساهم على الأقل بالمقدار ذاته، «فالمدير التنفيذي الذي يضلل الآخرين بالعلَن يمكن في نهاية المطاف أن يضلل نفسه بالسر.»[14]

شركة كوكا كولا

إن استراتيجية روبيرتو غويْزويتا Roberto Goizueta ـ لتقوية شركة كوكا كولا حين تسلم منصب المدير التنفيذي ـ اشتملت على المساهمين بكل وضوح، وكتب في ذلك: «سنبقى في السنوات العشر القادمات أوفياء لمساهمينا وسنعمل على حماية مصالحهم وتحسينها، ويجب علينا أن ننتقي أعمالاً تولِّد عائدات، تتجاوز التضخم، حتى نتمكن من إعطائهم عائداً على استثماراتهم يفوق المعدل الوسطي»[15] .

لم يكن يتوجب على غويْزويتا أن يُنمّي العمل فحسب ـ وهو أمر يتطلب استثمارات رأسمالية ـ بل كان مضطراً لإعطاء حقوق المساهمين المزيد من الأهمية أيضاً، وقد استطاعت الشركة أن ترفع من ربح السهم وتخفض في الوقت نفسه نسبة الربح الموزع للسهم الواحد، حيث تزايدت أرباح السهم الموزعة في ثمانينيات القرن العشرين على المساهمين بنسبة 10% سنوياً، بينما انخفضت تسديدات أرباح الأسهم من 65 إلى 40%. وبذلك تمكنت الشركة من إعادة استثمار نسبة أكبر من أرباحها للمساعدة على استبقاء معدل النمو دون تغيير المساهمين السريع.

لايُنكَر أحد أن شركة كوكا كولا كبيرة ذات تاريخ عريق في سجل أدائها الاقتصادي، لكن مستوى النمو قد اعتدل في السنوات الأخيرة القليلة، مما أثار مخاوف بعض المساهمين. إلا أن بَفِت لم يخف ولم يفعل في الحقيقة أي شيء حتى إنه لم يبع سهماً واحداً. وهذا هو اختبار واضح لإيمانه بالشركة وتصوير صحيح لبقائه وفياً لمبادئه.

الإملاءات المؤسساتية

إذا كانت الإدارة تقف لتأخذ الحكمة والمصداقية من خلال مواجهة الأخطاء، فلِمَ تهلل التقارير السنوية في العديد منها للنجاح فقط؟ وإذا كان تخصيص رأس المال على هذه الدرجة من البساطة والمنطقية، فلِمَ يتم تخصيصه بهذه الدرجة من الزهد؟ السبب الذي تعلمه بَفِت هو قوة خفية أسماها «الإملاءات المؤسساتية» المتمثلة بمَيل إدارة الشركة إلى تقليد سلوك المديرين الآخرين ـ كما تفعل بعض القوارض ـ بصرف النظر عن مدى سخف ذلك السلوك أو لاعقلانيّته.

يقول بَفِت إن ذلك هو اكتشافٌ سبّب له أكبر دهشة عبرمسيرته في الأعمال، فقد تعلّم خلال دراسته أن المديرين ذوي الخبرة أمناءٌ وأذكياء، ويتخذون بصورة تلقائية قرارات عقلانية تخص العمل، لكنه حين خرج إلى ميدان العمل تعلم بدلاً من ذلك أن «العقلانية تخبو كثيراً عندما تبرز الإملاءات المؤسساتية إلى الوجود»١٦ .

يرى بَفِت أن الإملاءات المؤسساتية مسؤولة عن العديد من الظروف الخطيرة والشائعة بشكل يثير القلق. «(1) تقاوم {المؤسسة} أي تغيير في اتجاهها الراهن، وَ (2) حين يتنامي العمل ليملأ الوقت المتوفر تظهر مشروعات الشركة أو الاستحواذات لتلتهم الأموال المتوفرة، وَ (3) أيّما شيء يشتهيه القائد، مهما بلغ من الحماقة، يلقى الدعم بسرعة في دراسات تفصيلية واستراتيجية، يعدّها أزلامه حول نسبة العائد، وَهو (4) تقليد أعمى لسلوك الشركات النظيرة، سواء كانت في مرحلة التوسع أو الاستحواذ أو تحديد تعويضات للمديرين الكبار أو غير ذلك مهما كان نوعه»[17] .

تعلم بَفِت هذا الدرس في وقت مبكر. فقد ساعده جاك رينغوولت Jack Ring-walt- رئيس شركة ناشنال إندمِنتي National Indemnity ـ التي استحوذت عليها بيركشيَر عام 1967ـ على اكتشاف القوة المدمِّرَة التي تتمتع بها سلطة الأمر. حينما كانت معظم شركات التأمين تصدر عقود تأمين في ظروف مضمونة الإخفاق في توليد عوائد. بل تولد خسائرـ وهذا أسوأـ انسحب رينغوولت من السوق، ورفض إصدار عقود جديدة. (انظر الفصل الثالث للاطلاع على القصة كاملة). أدرك بَفِت حكمة هذا القرار وحذا حذوَه على الفور. وها هي ذي شركات بيركشيَر العاملة في التأمين تسير في عملها على هذا المبدأ حتى اليوم.

ما الدافع الكامن وراء الإملاءات المؤسساتية التي تُسيِّر العديد من الأعمال؟ إنه الطبيعة البشرية. لايرغب معظم المديرين في الظهور بمظهر الحمقى في تعريض شركاتهم لخسارة ربعية مُحرجة حيث تكون الشركات «كالقوارض» مازالت تولّد عائدات ربعية، رغم أنها تسير بشكل مؤكد إلى الهاوية. ليس من السهل أن تحوِّل الشركة اتجاه مسيرتها، بل الأسهل في غالب الأحيان أن تتبع الشركات الأخرى إلى مهالك الإخفاق.

من المسَلَّم به أن كلاً من تشارلي وَ بَفِت يتمتعان بالحماية نفسها بخصوص حريتيهما في أن يكونا صريحَين بشأن الأخبار السيئة، ولا يساورهما القلق من تسريحهما، وهذا يعفيهما من اتخاذ قرارات غير تقليدية. ما زال المدير الذي يتمتع بمهارات تواصُلٍ قوية قادراً على إقناع المالكين بقبول خسارة في الأرباح مُدة قصيرة والتغيير في اتجاه شركتهم إذا أدى ذلك إلى نتائج أفضل مع مرور الزمن. لقد تعلم بَفِت أن العجز عن مقاومة الإملاءات المؤسساتية أقلّ علاقة بمالكي الشركة منه برغبة مديريها في قبول تغيير جوهري.

وحتى حينما يقبل المديرين بضرورة حدوث تغيير جذري في شركاتهم أو مواجهة إمكان إغلاقها، فإنهم يستصعبون كثيراً تنفيذ هذه الخطة، ويستسلم كثير منهم لمغريات شراء شركة جديدة بدلاً من مواجهة الحقائق المالية المترتبة على المشكلات الراهنة.

لماذا يفعلون ذلك؟ يفرز بَفِت ثلاثة عوامل يراها الأكثر تأثيراً على سلوك الإدارة. أولها أن معظم المديرين لايستطيعون كبح جماح شهوتهم النشاطية. وهذه الرغبة الجامحة تجد مُتنفساً لها في كثير من الأحيان في الاستحواذ على الأعمال. وثانيها أنهم في الغالب يقارنون المبيعات والأرباح وتعويضات كبار المديرين في شركاتهم بغيرها من الشركات العاملة في مجال عملهم أو خارجه، وهذه المقارنة ترسّخ الرغبة النشاطية العارمة في الشركة بصور مختلفة. وآخرها اعتقاد بَفِت أنهم يملكون إحساساً متعاظِماً بقدراتهم الإدارية.

هناك مشكلة أخرى تكمن في ضعف مهارات تخصيص رأس المال. يصل المديرون التنفيذيون على الأغلب إلى مناصبهم ـ كما يوضح بَفِت ـ من خلال تميُّزهم في نواح أخرى من الشركة، وهذا يشتمل على الإدارة أو الهندسة أو التسويق أو الإنتاج. ولذلك يلجؤون إلى موظفيهم أو مستشاريهم أو موظفي مصارفهم الاستثمارية، لأنهم يتمتعون بالقليل من الخبرة في هذا التخصيص. ومن هنا تنطلق الإملاءات المؤسساتية للدخول في عملية صنع القرار. يُبيِّن بَفِت أن المدير التنفيذي إذا اشتهى أن يستحوذ على عمل واعد ـ يتطلب عائداً على الاستثمار مقداره 15% لتبرير شرائه ـ انبرى أزلامه يؤكدون له بتقاريرهم المرفوعة إليه مقدرته على تحقيق 15,1%.

التبرير الأخير للإملاءات المؤسساتية هو التقليد الأعمى، فلو أن الشركات آ وَب وَ ج تعزف على وتر واحد لرأينا مدير الشركة التنفيذي يعزف عليه لأنه لابُدَّ مناسب لشركتنا.

إن انهيار مراكز أسهم هذه الشركات ـ حسب اعتقاد بَفِت ـ ليس من قبيل الفساد أو الغباء، بل لأن الإملاءات المؤسساتية التي تتسم بالأمْرِيَّة، هي التي تجعل مقاومة السلوك المحتوم أمراً صعباً. استعرض بَفِت ذات يوم في حديثه مع مجموعة من طلبة جامعة نوتردام Notre Dame لائحة ضمَّت 37 شركة

استثمارية مصرفية. وبيَّن أن كلاً منها أخفقت رغم أن حجمها في سوق نيويورك للأوراق المالية قد تضاعف خمس عشرة مرة. وأن الذين تربعوا على رئاستها هم ممّن حققوا أعلى الدرجات في اختبارات الذكاء. وتميز كل منهم برغبة قوية في النجاح. ثم قال جاداً بعد أن توقف وَأجال بصره في أرجاء القاعة. «تفكروا في ذلك. كيف تمكنوا من الوصول إلى نتيجة كهذه؟ سأقول لكم: إنه تقليد النظراء الأعمى»[18] .

شركة كوكا كولا

عندما تسلَّم غويْزويتا Goizueta شركة كوكا كولا كان أحد أكبر تحركاته هو التخلص من الأعمال التي لاصلة لها بعملها الأصلي والتي أنشأها المدير التنفيذي السابق، وأن يعيد الشركة بذلك إلى موقعها. أعني بيع الشراب. وكان ذلك بمنزلة عرْض لمقدرتها على مقاومة الإملاءات المؤسساتية.

إن حصر عمل الشركة بالعمل في منتج واحد هو دونما شك خطوة جريئة. لكن الذي زاد من بروز استراتيجية غويْزويتا هو اتخاذ هذه الخطوة حينما كانت الشركات الأخرى في هذه الصناعة تعمل العكس تماماً. إذ أن العديد من شركات المشروبات الرئيسة استثمرت أرباحها في أعمال لاتتصل بعملها الأصلي، فقد استخدمت شركة أنهوزرـ بوش Anheuser Busch أرباحها الناتجة عن عملها في البيرَة بالاستثمارفي حدائق ترفيهية هادفة *. وكذلك شركة براون ـ فورمان Brown-Forman ـ لإنتاج وتوزيع الخمور والمسكرات ـ التي استثمرت أرباحها في مجالات زجاجيات الصيني والكريستال والفضة والأمتعة، وكانت جميعها أكثر ضعفاً بكثير، وشركة سيغرام المحدودة Seagram Company Ltd ـ وهي الشركة العالمية في حقل المشروبات والمسكرات ـ اشترت شركة بيبسي المنافسة الرئيسة لشركة كوكا

*مثل ديزني لاند (المعرب)

كولا في عالم الشراب. واشترت أيضاً شركات وجبات خفيفة (فريتو- ليه (Frito-Lay) ومطاعم منها تاكو بيل Taco Bell وَ كنتاكي Kentucky وَبيتزا هَت Pizza Hut .

لم يؤد عمل غويْزويتا إلى التركيز على اهتمام الشركة بأكبر وأهم منتجاتها فحسب، بل أعاد تخصيص مواردها في عملها الأكثر إدراراً للربح أيضاً. وبما أن العائدات الاقتصادية من بيع الشراب أعلى من عوائد الأعمال الأخرى: فإن كوكا كولا تعيد استثمار أرباحها اليوم في عملها الذي يولّد أعلى العائدات.

شركة كليتون هومز

تقف شركة كليتون لتدافع عن إدارتها القوية ونمطها الذكي في العمل وسط صناعة تخنقها المشكلات التي اصطنعتها بأيديها.

تشكل البيوت الجاهزة اليوم 15% من مجموع الوحدات السكنية في الولايات المتحدة. لكن صورتها التاريخية السلبية في طريقها إلى الزوال من مختلف نواحيها. فقد أضحت أكثر تشبّهاً بالبيوت الثابتة من حيث الحجم والمنهج، وأفضل بناءً، وبدأت أجرتها بالتنافس. لكنها تتمتع بميزات ضريبية هي أن مالكيها غير مطالبين بامتلاك الأرض التي تقوم عليها. ورهوناتها مدعومة من قبل شركات رهن كبيرة أخرى ووكالات حكومية منها فاني مي Fannie Mae.

ومع ذلك. وبما أنها أقل ثمناً من البيوت الثابتة بشكل لابأس به (إذ أن أسعار عام 2002 تبلغ 48,800 مقابل 164,217 دولار). فإن السوق الرئيسة تبقى المستهلكين في الطرف الأرخص من السلسلة الاقتصادية. وقد سكن عام 2000 في بيوت جاهزة أكثر من اثنين وعشرين مليون أمريكي يبلغ متوسط دخلهم الأسروي 26,900 دولار.[19]

خلال تسعينيات القرن العشرين وقع العديد من الصناعيين بين طرفي كمّاشة أحد طرفيها تزايدُ قبول هذه البيوت وزيادة شيوعها: وطرفها الآخر الجشعُ الساذج، وإخفاق كثير منهم في تلك الفترة نتيجة لذلك.

يتم بيع البيوت الجاهزة عبر منافذ مستقلة للبيع بالتجزئة تمثل عدداً من الشركات الصانعة أو تدخل في ممتلكاتها، وهنا ـ وبالمقدار نفسه ـ يجد المتسوِّقون عملية تمويل غالباً ماتكون تابعة للصناعي أو لمنفذ البيع، وليس فيها أي خطأ، فهذه المنافذ تبدو ـ وتشتغل ـ مثل وكالة السيارات. لكن المشكلة التي ترسَّخت في هذه الصناعة هي البيع لأي شخص يستطيع أن يثبِّت توقيعه على اتفاق بيع يقوم على قروض مصيرها المحتوم إلى التقصير دون النظر إلى تاريخ استحقاق الدين.

إن بيع مقادير كبيرة من هذه الوحدات السكنية يقدم أرباحاً فورية لباعة التجزئة وعمولات هائلة لعناصر البيع. وفي هذا الأمر واقع مُرٌّ هو أن العديد منها يباع لأناس ظروفهم الاقتصادية ضعيفة وأن بدلات الحجز على ضمانات القروض التي تعثرَ أداؤها عالية، مما يؤدي إلى تدني الطلب على هذه البيوت. لقد ارتفعت نسب العاطلين عن العمل في السنوات القليلة الماضية ونسبة المتخلفين عن السداد، وتفاقم الوضع المؤسف للصناعة بشكل عام بسبب زيادة توريدات المخازين بدءاً من تسعينيات القرن العشرين والأوقات الاقتصادية العصيبة التي تمنع الإنفاق بالطريقة نفسها من قبل الجميع أيضاً.

يمكن العودة بجزء كبير من المشكلة إلى القروض الضعيفة التي شاعت كثيراً في صناعة البيوت الجاهزة، فلماذا يفعلون ذلك جميعهم؟ لُمجرَّد أنهم جميعاً يفعلونه، وتخشى كل شركة من ضياع حصتها في السوق إن هي خالفتهم. وهذه الفكرة بعبارة موجزة هي لعنة الإملاءات المؤسساتية، ولم تكن شركة كليتون منيعة عليها تماماً لكنها تجنَّبت أخطاءها الفظيعة.

الأمر الأكثر أهمية أن شركة كليتون عوَّضت على موظفيها العاملين في المبيعات بطريقة مختلفة، هي أن عمولات الباعة والمديرين لاتقوم على عدد البيوت المباعة فحسب، بل على نوعية وأداء القروض المنفذة، وأن على الباعة أن يشاركوا في العبء المالي عندما تتأخر التسديدات عن مواعيدها، وكذلك في

الإيرادات التي تتحقق عند أداء القرض في موعده. ولنضرب مثلاً مدير مبيعات يقوم ببيع وتمويل بيت قيمته 24,000 دولاراً. إذا عجز الزبون عن أداء الدفعات خسرت الشركة تلقائياً 2,500 دولار. وكان المدير مسؤولاً عن حصة تصل إلى نصف هذه الخسارة[20]. أما عند الأداء الحسن فإنه يشارك بحصة مماثلة أيضاً. وبذلك يتحمَّل عناصر البيع عبء اجتناب القرض الضعيف.

لقد أثمر هذا الإجراء: ففي عام 2002 ،لم يتأخر عن السداد سوى 2,3% من أصحاب البيوت مدة ثلاثين يوماً [21]. وهذه النسبة تعادل نصف المألوف في هذه الصناعة تقريباً. وفي أواخر تسعينيات القرن العشرين ـ حين أغلق أكثر من ثمانين مصنعاً أبوابه وترك المهنة أربعة آلاف بائع بالتجزئة ـ لم تغلق شركة كليتون سوى واحد وثلاثين مركزاً للبيع بالتجزئة، كما لم تغلق مصنعاً واحداً. ومع ظهور بَفِت على الساحة بحلول عام 2003 كانت الشركة قد خرجت من ركودها الاقتصادي في عالمها الصناعي على العموم. وفي ميدان تصنيع البيوت الجاهزة على الخصوص أقوى وأفضل من أي من منافسيها.

اشترى وون بَفِت شركة كليتون هومز Claton Homes لأنه رأى أن جيم كليتون المُجِدّ العصامي يتمتع بمهارات إدارية وذكاء كبير، إذ أظهر مرتين، لا مرة واحدة، أنه قادر على الخروج من الهبوط التجاري في عالم صناعته من خلال إعادة بناء نمط عمله بطريقة جنبَته إملاءات مؤسساتية مدمِّرة بشكل خاص.

شركة واشنطن بوست

أخبرنا بَفِت من قبْلُ عن مقدرة صحف الدرجة الثالثة على تحقيق أرباح جوهرية. وعليه فإن الأمر بيد إدارتها بشأن فرض المستوى الذي تبغي الوصول إليه، لأن السوق لاتتطلب مستويات عالية من الصحيفة، وأن مستويات الإدارة العليا وقدراتها هي التي يمكن أن تصنع فروقاً في عائدات العمل عندما تقارَن بمجموعتها النظيرة. لو استثمر بَفِت ملايين الدولارات العشرة التي وضعها في شركة بوست Post عام 1973 في غانيت Gannett أو نايت ريدَر -Knight

Ridder أو نيويورك تايمز *New York Times* أو تايمز مِرَر *Times Mirror*. لعادت عليه بأرباح فاقت المعدَّل لأنها تعكس الأمور الاقتصادية الاستثنائية لممارسة العمل في أية صحيفة خلال هذه الفترة. لكن قيمة صحيفة *واشنطن بوست* السوقية والتي زادت بحوالي 200 ـ 300 مليون دولار عن مجموعتها النظيرة ـ على حد قول بَفِت ـ «جاءت إلى حد كبير من الطبيعة المتميزة للقرارات المتخذة من قبل الإدارة بقيادة (كاترين غراهام Catherine Graham) مقارَنَة بما يتخذه غيرها من مديري معظم الشركات الإعلامية الأخرى»[22].

تميَّزت كاترين غراهام بالفكر الذي هداها إلى شراء عدد كبير من أسهم شركة بوست بأسعار تقل عن قيمتها السوقية العادلة، وبالشجاعة ـ كما قال بَفِت ـ لمواجهة الاتحادات العمالية والحد من النفقات وزيادة قيمة عمل الصحيفة.

لقد ابتسم الحظ للمساهمين في صحيفة *واشنطن بوست* لأن كاترين غراهام وضعت الشركة في المكان المُبَشّر الذي هي فيه اليوم قائمة.

> **يجب عليك في مجال تقييمك للناس ان تبحث عن ثلاث خصال: الاستقامة والذكاء والمقدرة، وإذا لم تمتلك الخصلة الأولى قضت عليك الخصلتان الأخريان.** [23]
>
> **وورن بفت، 1993**

نظرات وورن بفت في الإدارة وأخلاقيات العمل والعقلانية

لطالما ثابَر بَفِت في اتصالاته بالمساهمين في شركة بيركشيَر، وفي الواقع بالعالم أجمع على تأكيده الدؤوب في البحث عن المديرين الأمناء الصريحين، فهو يعتقد أنهم لايقيِّدون قيمة الشركة في الوقت الحاضر فحسب بل يشكلون قطب

الرحى في الأمور التي تحدِّد نجاح الشركة في نهاية المطاف، وربحيَّتها على المدى الطويل أيضاً. كما أن تعويضات الموظفين التنفيذيين وخيارات بيع وشراء الأسهم والاستقلال المباشر. والتحايل المحاسبي، أمور تضرب على الوتر الحساس لدى بَفِت ولا يتردَّد في الإفصاح لنا عن مشاعره بشأنها.

حب المديرين التنفيذيين لاكتساب المال واختزانه والإملاءات المؤسساتية

كتب بَفِت في رسالته الموجهة إلى المساهمين عام 2001 يقول: «إننا ـ أنا وتشارلي ـ نشعر بالاشمئزاز من الوضع الذي ساد كثيراً في الآونة الأخيرة وأصبح فيه المساهمون يعانون من خسارة المليارات في حين يذهب المديرون التنفيذيون ومَن يَعلوهم مِن المباركين لهذه المصائب بثروات غير عادية. والواقع أن الكثير منهم كانوا يدفعون بالمستثمرين إلى شراء الأسهم في وقت يُغرقون فيه السوق بأسهمهم مستخدِمين في بعض الأحيان طرقاً تُخفي أفعالهم، وهؤلاء عارٌ عليهم نظرتهم إلى المساهمين بمنزلة فطائر لحم وليسوا شركاء... وهذا سلوك أقل مايوصف به أنه شائن في الشركات الأمريكية»[24] .

تدقُّ الفضائح المحاسبية نواقيس الخطر في أرجاء الولايات المتحدة، وخصوصاً لدى حملة أسهم تخضع شركتها للخطة 401 (ك K)، ويتساءل هؤلاء المساهمون، ويتعجبون حول ما إذا كانت شركاتهم تدار بأمانة وشفافية.

يتزايد علمنا يوماً بعد يوم بوجود مشكلات رئيسة في النظام، فالمديرون التنفيذيون يتقاضون رواتب هائلة ويستخدمون في الوقت ذاته أموال الشركة للتباهي والأهواء الشخصية، وليس في ذلك أي دور لَمن يليهم من المديرين في الشركة إلا وضع بصماتهم على القرارات التي تتخذها الإدارة.

وتبدو الحال كما لو أنه لاوجود لمدير تنفيذي واحد يستطيع أن يقاوم إغراءات العيش على راتب عال وعلى أنماط الآخرين المتفاخرة، وهذه هي أكثر الإملاءات المؤسساتية تدميراً.

لم تتحسن الأمور كثيراً برأي بَفِت، إذ وجَّه اللوم في رسالته إلى المساهمين عام 2003 إلى «الجشع المتفشي كالوباء»، وأضاف: «تسارعت تجاوزات المديرين التنفيذيين في تسعينيات القرن العشرين حين أضحت رزمة التعويضات التي يحصل عليها المديرون الأكثر جشعاً عنواناً لأقوى المنافسات وراحت تتكرر في كل الأرجاء. إن راتب المدير التنفيذي يبقى اختباراً حاسماً للحكم على مدى جديّة الشركات الأمريكية في إصلاح ذاتها. وهذا أمر لم يُحقق نتائج مُشجِّعَة حتى اليوم».[25] ويأتي هذا التعليق من رجل لايخص نفسه بخيارات بيع الأسهم وشرائها، بل يدفع لها راتباً سنوياً قدره مئة الف دولار.

خيارات الأسهم

ترسخت عادة مكافأة المديرين التنفيذيين في الشركات التي تطرح أسهمها على الاكتتاب العام بخيارات بيع وشراء الأسهم بأسعار ثابتة بالإضافة إلى الرواتب الخيالية. ويرتبط عدد الأسهم في غالب الأحيان بأرباح الشركة ونادراً بمدى أداء المدير التنفيذي لوظيفته.

وهذا يخالف جوهر مبادئ بَفِت، إذ يقول إنه حين يتم التخصيص بخيارات شراء الأسهم وبيعها بأسعار ثابتة بشكل عشوائي يُكافأ المديرون الذين يتقاعسون والذين يمتازون بحسن أدائهم بالكرَم نفسه. وهو يرى أنك لاتكافئ الهدّاف الذي يحقق 0,150 كالذي يحقق 0,350 حين يُحرز فريقك البطولة.

يستخدم بَفِت في شركة بيركشيَر نظام منافسة يكافئ المديرين على أدائهم. ولا ترتبط المكافأة بالمشروع أو بعمر الشخص أو بمجمل أرباح الشركة. فالمكافأة يجب أن تقوم على أساس وحدة الأداء سواء ارتفعت أسعار أسهم الشركة أم انخفضت. كما يُكافؤون على مدى نجاحهم في تحقيق الأهداف المحددة لهم في الحقل الذي يقع تحت مسؤوليتهم. فبعضهم ينال مكافأة على زيادة المبيعات، وغيرهم على الحد من النفقات، أو تقليص المصروفات. لا يقدِّم بَفِت في نهاية

السنة أسهماً مجانية بل يكتب «شيكات» بعضها مُجزية، بحيث يتمكن المديرون من استخدام الأمـــوال النقدية كما يشــــتهون. وربما اشـتري بعضهم أسهماً في الشركة.

وحتى حين يَنظر بَفِت إلى خيار الأسهم على أنه جزء قانوني من تعويضات المديرين الكبار، فإنه يلفت نظرنا للبحث في كيفية تبريره في ميزانية الشركة، ويعتقد أنه يجب أن يظهر كنفقة لكي يتبيَّن تأثيره بوضوح على الأرباح. وهذا على مايبدو أمر لم يحظَ بالمـوافقة، ويا للأسف إذ لاتراه جميع الشركات من هذه الزاوية.

يرى بَفِت أن في هذا الأمر أحد مظاهر القبول الجاهز بالمدفوعات إلى المديرين الكبار، فقد أورد في رسالته إلى المساهمين عام 2003 قوله: «حينما يجتمع المديرون التنفيذيون أو ممثلوهم مع لجان التعويضات فالغالب أن ينتبه طرف واحد فقط ـ هو المديرون التنفيذيون ـ أكثر من غيره إلى الصفقات المعلقة، فالمدير التنفيذي على سبيل المثال سينظر دوماً إلى الفرق بين تلقي خيار بمئة ألف سهم أو القبول بمبلغ مجرَّدٍ قدره خمسمئة ألف دولار، وقد لايبدو الفرق مهماً بنظر لجنة المكافآت، خصوصاً أن كلا المنحَنين لن تؤثر على الأرباح المعلنة كما هي الحال في معظم الشركات. وفي هذه الظروف فإن للمفاوضات في غالب الأحيان صفة اللعب بالمال». [26]

يمكن أن ندرك شعور بَفِت القوي حيال هذا الموضوع في جوابه على إعلان شركة أمازون Amazon في نيسان / أبريل 2003 بأنها ستبدأ بذكر نفقات خيارات الأسهم، وقد كتب بَفِت إلى المدير التنفيذي جيف بيزوس Jeff Bezos أن هذا الأمر يتطلب «شجاعة خصوصية» ، وأن قراره سيكون «مُعترَفاً به ولن يُنسى» [27] . وبعد أسبوع واحد دفع بَفِت 98.3 مليون دولار في شراء أسهم أمازون عالية المردود.

سوء التصرف المحاسبي والأمور المالية غير النزيهة

كل مَن قرأ صحيفة يومية في النصف الثاني من عام 2001 لابُدَّ أن يدرك تزايد الأفعال السيئة في الشركات، وقد شاهدنا طوال شهور بشيئ يصل إلى حد الرعب فضائح تتوالى، وتظهر فيها أسماء مشاهير الصناعة الأمريكية. وكلها جاءت لتتزاحم تحت مظلة «الفضائح المحاسبية» لأن الأفعال السيئة تركزت في التحايل المحاسـبي ولأن مدققي الحسـابات القانونيـين الذين كان يُفتَرَض أن يتحققوا من التقارير المحاسـبية كانوا هم أنفسهم أسماء مشاركة في هذه الأفعال.

من الطبيعي أن ينصُب الاضطرابُ على المدى الطويل كميناً للإدارات التي تغطي عمليات التشغيل بمناورات محاسبية. [28]

وورن بفِت، 1991 (لاحظ تاريخ هذا التعليق)

والأكبر من المحاسبة هو بالطبع الجشع والكذب والأفعال الإجرامية. لكن التقارير المالية هي مكان جيد للبحث عن إشارات عن الاضطراب.

حذر بَفِت المساهمين في رسالته إليهم عام 2002 وطالبهم بتشديد انتباههم عند قراءة التقارير المالية السنوية، وقال: «إذا قرأتم التقارير المالية في السنوات الأخيرة رأيتم عدداً هائلاً من بيانات أرباح أولية . هي مجرد جدولة لأرباح بيَّنها المديرون بشكل متنوع تزيد كثيراً عما سمح به مدققو الحسابات. وفي هذا العرض يقول المدير التنفيذي لمالكي شركته لاتحسبوا هذه صغيرة... ولا تحسبوا تلك حقيرَة.... بل احسبوا مايجعل الأرباح كبيرة. وغالباً ما تُنشَر رسالة تطالب سنة بعد سنة بنسيان كل هذه الأمور السيئة دون خجل من الإدارة».[29]

من الواضح أن بَفِت يشمئز من هذه الفضائح. «كشفت الأخطاء الفاضحة التي حدثت عن خيانة الثقة التي أولاها ملايين عديدة من المساهمين». لقد ألقى باللائمة في تدهور أخلاقيات العمل على أيام التهوّر التي سادت في تسعينيات القرن العشرين، وتمثلت بفترة الاغتناء السريع التي أسماها: الفقاعة الكبرى، وقال في ذلك: «نواظم المديرين السلوكية ذهبت أدراج الرياح، وبحلول تسعينيات القرن العشرين لم يواجه المديرون التنفيذيون الذين سلكوا هذه الطريق ازدحاماً كثيفاً. فقد تصرف العديد الكثير منهم بشكل سيء: يلفقون الأرقام ويسحبون مدفوعات غامضة لقاء منجزات في العمل متدنية المستوى».[30] أما المديرون الذين يلونهم في شركاتهم ـ وهم الأمناء على مصالح المستثمرين ـ فقد حققوا فشلاً ذريعاً في عدد كبير جداً من الحالات.

إهمال عضو مجلس الإدارة في توجيه الشركة

المَيل المُتسم بالعار الذي يبديه مجلس الإدارة نحو الموافقة اللامبالية والخضوع اللامحدود لكل ما تطلبه الإدارة العليا هو ـ في طرح بَفِت ـ جزء من المشكلة. وهذا أمر يتعلق بالاستقلال والشجاعة، وهما مقدار الدرجة التي يرغب أعضاء مجلس الإدارة بالالتزام بهما للوفاء بمسؤوليات أمانتهم مَخافة سخط المديرين التنفيذيين من ذوي المراتب العَلِية عليهم. وهذه الرغبة أو انعدامها هي السِّمة الظاهرة في غرف مجالس الإدارة في أنحاء البلاد.

وفي هذا يكتب بَفِت: «الاستقلال الحقيقي ـ بمعنى الرغبة في تحدي المدير التنفيذي القوي عند الخطأ أو الحماقة ـ هو الميزة ذات القيمة الكبيرة في عضو مجلس الإدارة، وهي نادرة أيضاً. ويجب البحث عنها بين الأشخاص ذوي الدرجة العليا الذين تتطبق مصالحهم مع مصالح المساهمين العاديين». ويصوِّر بَفِت موقفه من خلال وصف السِّمات التي يبحث عنها في أعضاء مجلس إدارة شركة بيركشيَر هاثاويه: «درجة عالية من الاستقامة وذكاء في العمل وتركيز على المساهم واهتمام حقيقي بالشركة».[31]

هل يمكننا في الحقيقة وضع قيمة للإدارة؟

بَفِت هو أول من يعترف بأن تقييم المديرين وفق معاييره الثلاثة ـ العقلانية والصراحة واستقلالية التفكير ـ أمر أصعب من قياس الأداء المالي. وذلك لسبب بسيط، هو أن البشر كائنات أكثر تعقيداً من الأرقام.

والواقع أن العديد من المحللين يعتقدون بعجزنا عن تحديد مقدارٍ لقيمة الإدارة لأن قياس الأداء البشري غامض وغير دقيق ولا نستطيع تحديد درجةٍ كميَّةٍ للثقةِ في تقييم الإدارة. لذا فإن هذا أمر لاطائل تحته. وهم يقترحون كما يبدو عدم إمكان القياس إن لم تكن هناك مرتبة عشرية في الرقم. لكن آخرين يرون أن قيمة الإدارة تنعكس تماماً في إحصائيات أداء الشركة التي تشتمل على المبيعات وهوامش الأرباح والعائد على حقوق المساهمين. ولا حاجة عندئذ لغير أداة القياس.

يتميز الرأيان بشيء من الصحة. إلا أن أحدهما لايتمتع بالغلبة حتى يطغى على الفرضية الأساس. السبب الذي يدعو لأخذ وقت في تقييم الإدارة هو أن قيمتها تعدُّ بمنزلة إنذار مبكر على الأداء المالي في نهاية المطاف. وإذا أمعنتَ النظر في أقوال فريق الإدارة وأفعالهم تكشفت لك دلائل تساعدك على قياس قيمة العمل قبل ظهوره في بيانات الشركة المالية أو في عمود الأسهم في صحيفتك اليومية. وقد يتطلب القيام بذلك شيئاً من جهدك الاستقصائي وربما كان هذا كافياً لتثبيط الكسول أو صاحب القلب الضعيف. وفي ذلك خسارتهم وربحك.

كيف تقوم بجمع المعلومات الضرورية؟ يقدم لك بَفِت بضع شذرات. فيقترح عليك أن تراجع التقارير السنوية عدة أعوام خلت. مع التركيز بشكل خاص على أقوال الإدارة حول استراتيجيات المستقبل. ثم تجري مقارنة تلك الخطط بالنتائج التي تحققت اليوم وبيان ما أنجز منها. وتقارن بعدئذ استراتيجيات عدد من السنين الماضية باستراتيجيات وأفكار السنة الحالية. هل ثمة تغيير في التفكير؟

كذلك يقترح إجراء مقارنة ـ قد تكون مفيدة ـ بين تقارير السنوية للشركة التي تهتم بها وتقارير شركات مشابهات أخرى في الصناعة نفسها. وليس من السهل على الدوام أن تعثر على شركة مطابقة تماماً لكن مقارنة الأداء النسبي قد تلهمك شيئاً.

> **أقرأ التقارير السنوية للشركة التي أنظر بأمرها والتقارير السنوية للشركات المنافسة. فذلكم هو المصدر الأساس للمعلومات.**
>
> **وورن بَفِت، 1993**
>
> **نود المحافظة على بساطة الأمور، ولذلك يمكن لرئيس مجلس الإدارة أن يسترخي ويقرأ التقارير السنوية.** [32]
>
> **تشارلي مُنغَر، 1993**

عليك بتوسيع آفاق قراءاتك، والانتباه الشديد إلى المقالات الواردة في الصحف والمجلات المالية عن الشركة التي تهتم بها، وكذلك عن صناعتها بشكل عام، واقرأ ما يقوله مديرو الشركة الكبار، وما يقوله الآخرون عنهم، وإذا لاحظت أن رئيس مجلس الإدارة ألقى في الفترة الأخيرة خطاباً، أو قدَّم موجزاً، فاحصل على نسخة عنه من مديرية علاقات المستثمرين وادرسها بعناية، واستعرض صفحات موقع الشركة الإلكتروني لمعرفة آخر الأخبار، وعليك بالاهتمام بالتفكير بأية وسيلة مهما كانت، واحرص على أن تتسقَّط الأخبار. وكلما تقدَّمت في ذلك سهلت عليك العملية الموصوفة هنا.

لابُدَّ من القول ـ بحُزن ـ هنا باستحالة أن تمتلئ الوثائق التي تقرؤها بأرقام مبالغ فيها وتقدِّم أنصاف الحقيقة مع تشويش مدروس، فكلنا نعرف أسماء الشركات المتهمة بفعل ذلك، وهي تمَثِّل معرض الشركات الأمريكية السافلة التي

ينعم بعض قادتها بوقت طويل في السجن ليتفكروا فيما اقترفت أيديهم. يتسم الغش والتلاعب في بعض الأحيان بدرجة عالية جداً بحيث يقع في حبائله أشد المحاسبين العدليين ذكاء. فكيف لك ـ وأنت المستثمر المُفتقِر إلى المعرفة الخاصة ـ أن تدرك فحوى ماتراه؟

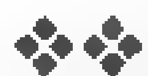
الجواب هو أنك للأسف لاتستطيع. يمكنك أن تتعلم قراءة التقارير السنوية والميزانيات ـ وهذا واجب عليك ـ ولكنك قد لاتتمكن من اكتشاف الكذب والتضليل الفاضح فيها.

ولا أعني أنه ليس لك إلا أن تستسلم، بل عليك بمتابعة البحث والنضال كي تبقى متيقظاً متنبهاً لعلائم الاضطراب، ولن يدهشنا أن يقدم لنا وورن بَفِت شذرات من النصائح القيِّمة:[33]

- «احذر الشركات ذات المحاسبة الضعيفة.» وهو يُحذرنا على وجه الخصوص من الشركات التي لاتكشف عن نفقات خيارات الأسهم. وهذا عَلَم أحمر يدل على المزيد من الخبايا الموجودة.

- علم أحمر آخر: «تعقيبات في أسفل الصفحات غير مفهومة» . ويقول بَفِت إذا لم تستطع أن تفهمها فلا تحسبَنَّ ذلك تقصيراً منك، بل هي أداة تفضلُها الإدارة كي تعمي عنك شيئاً تريدك الا تعرفه.

- «عليك بالشك بالشركات التي تنعق بتنبؤات الأرباح وتوقعات النمو» . ليس ثمة مَن يعرف المستقبل وأي مدير تنفيذي يَدَّعي ذلك يكُن غير حدير بالثقة.

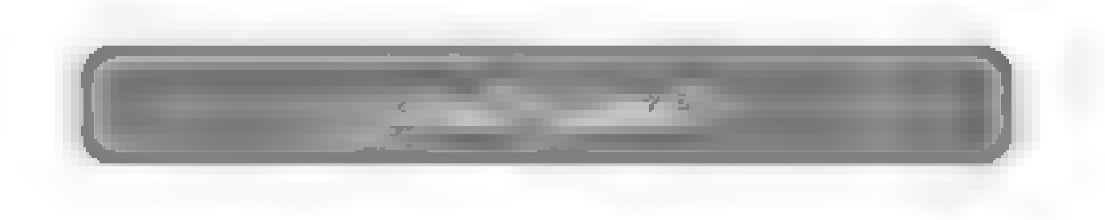


يريد بَفِت في الختام أن يتعامل مع المديرين المتميزين بعدم اللف والدوران وبالصراحة مع مساهمي شركاتهم وكذلك مع مستخدَميهم، وإن اصراره على السلوك الأخلاقي في العمل كشرط للقيام على العمل يتزايد أهميةً منذ

تفجَّرت فضائح الشركات. إلا أنه أول من يُقِرّ بأن اتخاذ مثل هذا الموقف وحده ـ وبحدٍّ ذاته ـ لن يمنع المستثمرين من الخسائر التي تتمخض عن المخادعة.

ويجب عليَّ أن أضيف تحذيري: إنني لاأستطيع أن أعطي وعداً بأن اتباع المذاهب التي تتضمنها طريقة وورن بَفِت الموصوفة في هذا الكتاب سيُؤمِّن الحماية الكاملة المطلقة. فإذا كان موظفو الشركة كذابين أشِرين على المستثمرين من خلال المحاسبة اللانزيهة أو أية مناورات أخرى غير قانونية ـ وهم بها حاذقون ـ تعذَّر بل استحال اكتشاف الكذب والخداع في الوقت المناسب. إن مصير المسيئين إلى السجن، ولكن الضرر سيكون حتى ذلك الحين قد لحِق بالمساهمين؛ وأذهبَ المال. وأستطيع القول إنك إذا اتخذت طريق الحرص والتفكير في النظر بالاستثمارات التي علَّمنا إياها بَفِت وأخذتَ الوقت الكافي للقيام بوظيفتك أصبْت أكثر مما أخطأت، ومن المؤكد أنك أفلحت أكثر من الذين يسمحون لأنفسهم بأن يدفعهم الآخرون وتسحبهم الشائعات والعناوين الرئيسة، شاؤوا أم أبَوا.

●●●



دلائل الاستثمار

مذاهب في المالية

المذاهب المالية التي قيَّم من خلالها بَفِت Buffett التميُّز في الإدارة والأداء الاقتصادي معاً، لها أصول في بعض مبادئه النموذجية. إذ إنه لايَحمِل النتائج السنوية على محمل الجد كثيراً، بل يُركِّز على معدلات السنوات الأربع أو الخمس. ويرى أن عوائد العمل المُربح قد لاتتوافق غالباً مع الوقت الذي تستغرقه الأرض للدوران حول الشمس.

كما أن صبره ينفد تجاه المكر اليدوي الذي يبيِّن أرقاماً خلّابة في نهاية السنة؛ ولكنها بسيطة القيمة فيعتمد ـ بدلاً من ذلك ـ على عدد قليل من المبادئ اللازمانية:

- عليك بالتركيز على حقوق المساهمين وليس على أرباح السهم.
- عليك بحساب «أرباح المالكين» كي تحصل على صورة حقيقية للقيمة.
- ابحث عن الشركات المتميِّزة بهامش ربح عالٍ.
- هل ولَّدَت الشركة دولاراً واحداً على الأقل في قيمتها السوقية مقابل كل دولار محجوز لديها؟

عائد الملكية

من المألوف أن يقيس المحللون أداء الشركة السنوي من خلال النظر في أرباح السهم، هل ازدادت عن السنة الماضية؟ هل هي عالية بما يكفي للتفاخر بها؟ يَعُدُّ بَفِت من جهته أن أرباح السهم مجرد غشاوة دخانية، ولا يرى سبباً للابتهاج بهذه

الأرباح القياسية. لأن معظم الشركات تحتجز جزءاً من أرباحها المُحققة في السنة السابقة من أجل زيادة أساس حقوق الملكية، ولا غرابة كذلك في أن تزيد الشركة من أرباح الأسهم بنسبة 10٪. وتزيد هذا الأساس في الوقت ذاته بالنسبة نفسها أيضاً. ويضيف: إن هذا لايختلف عن وضع الأموال في حساب ادّخار وترك الفائدة تتراكم وتنمو بنسبة مُركّبة.

يعتقد بَفِت أن اختبار الأداء الاقتصادي يكمن في تحقيق الشركة معدلاً عالياً من الأرباح على حقوق المساهمين («دونما قروض طويلة الأجل لاداعي لها، وَخدع محاسبية، وغيرها...») وليس في مثابرتها على تحقيق مكاسب في أرباح السهم[1]، وَيفضّل قياس أداء الشركة السنوي من خلال بيان عائد الملكية، أي نسبة الأرباح التشغيلية إلى حقوق المساهمين.

إذا أردنا استخدام هذه النسبة فعلينا القيام بعدة تعديلات، أولها تقييم جميع الأوراق المالية القابلة للتداول بسعر الكلفة لا بسعر السوق، لأن القيَم في سوق الأوراق المالية قد تؤثر كثيراً بوجه عام على العائدات على حقوق المساهمين في شركة معيَّنة. فلو ارتفعت سوق الأوراق المالية بشكل مثير مفاجئ في إحدى السنوات مثلاً، وزادت بذلك قيمة الشركة الصافية، فإن أداء الشركة التشغيلي البيِّن المتميِّز ينعدم عند مقارنته بشركة أكبر منها مهيمنة على السوق، والعكس بالعكس، فإن قيمة حقوق المساهمين تنخفض حين تنهار الأسعار، وهذا يعني أن نتائج الأداء الأدنى من المتوسط تبدو أفضل بكثير مما هي في حقيقتها.

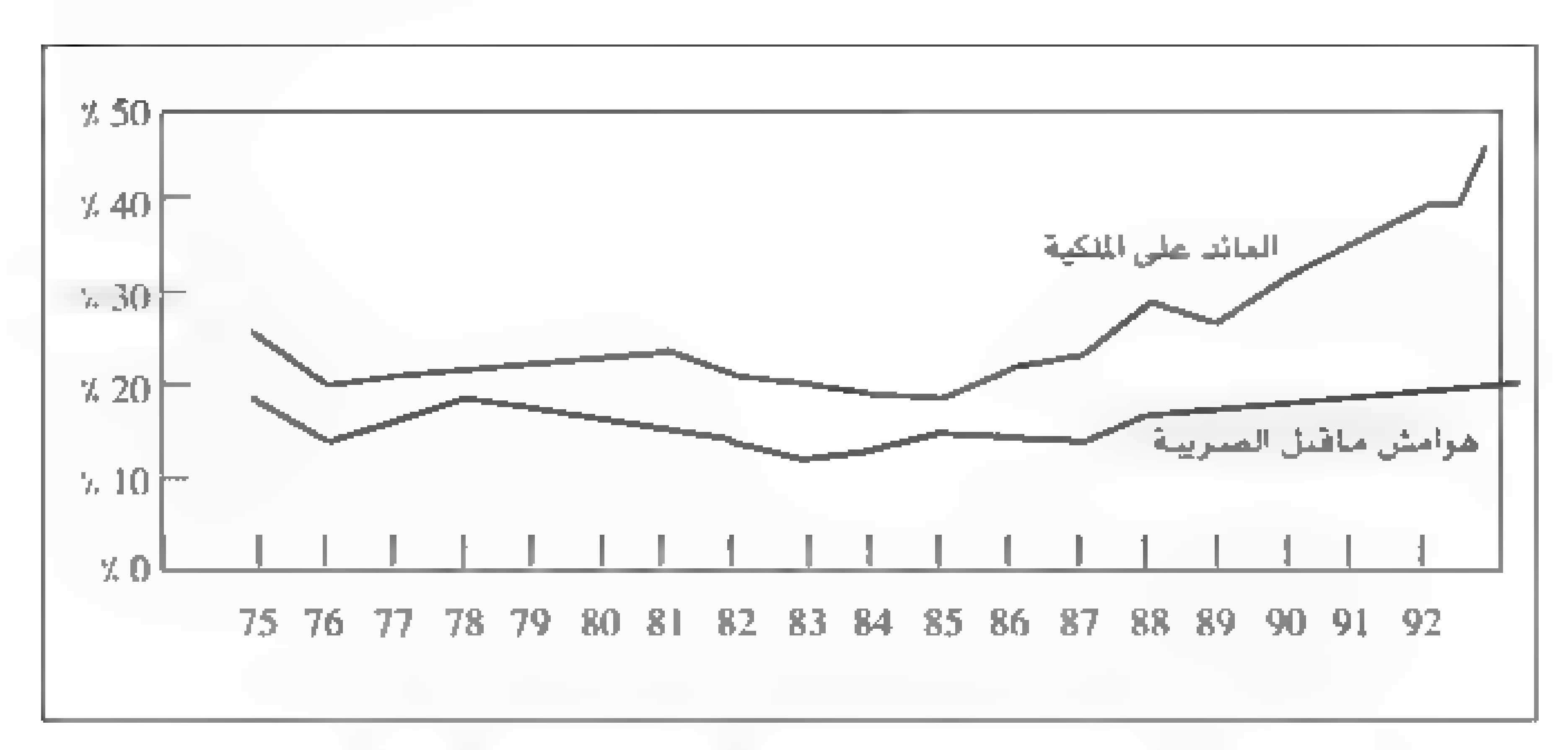
وثاني تلك التعديلات أن علينا ضبْط تأثيرات الأمور غير العادية التي قد تظهر على بَسْط الكسر الممثل لهذه النسبة. يستبعد بَفِت جميع الأرباح والخسائر الراسمالية وأية أمور غير عادية، قد تزيد الأرباح التشغيلية أو تنقصها: لأن همّه يكمن في بيان أداء العمل السنوي وحده، ويريد معرفة مدى الجودة التي تؤدي بها الإدارة واجباتها في توليد عائد على عمليات هذا العمل بوساطة رأس المال الذي تستخدمه، وهذا هو أفضل قياس أوحَدٍ لأداء الإدارة الاقتصادي على حد قوله.

يعتقد بَفِت أيضاً أنه ينبغي على العمل أن يحقق عائدات جيدة على الملكية عند استعمال قرض صغير أو حتى دون أي قرض. نحن نعلم أن باستطاعة الشركات زيادة عائدها على الملكية بزيادة نسبة ديونها إلى هذه الملكية، وبَفِت يعرف هذا أيضاً، لكنه لايُحبِّذ فكرة اضافة نقطتين إلى عائد الملكية في شركة بيركشيَر هاثاويه بالمزيد من الديون. وفي هذا يقول: «إن القرارات الخاصة بالعمل أو الاستثمار الجيد تؤدي إلى نتائج اقتصادية مُرْضِية تماماً دون مساعدة قروض طويلة الأجل».[2] والشركات التي ترزح تحت أعباء هذه القروض تضعف خلال فترات التباطؤ الاقتصادي.

لايقدِّم بَفِت لنا أي اقتراح يتعلق بمقدار الدين المناسب أو غير المناسب للعمل: هناك شركات عديدة تعتمد على تدفقاتها النقدية، وبذلك تستحصل على ديون مختلفة المقادير. لكن المعلومة التي يريد إيصالها إلينا أن العمل الجيد يجب أن يكون قادراً على كسْب عائد جيد على الملكية، دون اللجوء إلى قروض طويلة الأجل. كما يجب أن يحذَر المستثمرون من الشركات التي تستطيع الحصول على عائد جيد على الملكية عن طريق استعمال دَين كبير.

شركة كوكا كولا

أوضح غويْزويتا Goizueta في «استراتيجية ثمانينيات القرن العشرين» المتضمّنة خطته لإحياء الشركة أنها ستسحب استثماراتها من أي عمل لايولِّد عائدات مقبولة على المُلكية. ولابُدَّ أن يتميَّز كل مشروع عمل جديد بنمو حقيقي كاف وواعد لتبرير الاستثمار فيه. هذا ولم تعد شركة كوكا كولا تهتم بالكفاح في سبيل سهم في سوق راكدة: فقد أعلن غويْزويتا أن «زيادة الربح الذي يناله السهم في السنة وتحقيق زيادة في عائد الملكية، هما على رأس القائمة».[3] وأيَّدت أفعاله أقواله. فباعت الشركة عملها الخاص بالخمور إلى شركة سيغرام Seagram عام 1983.



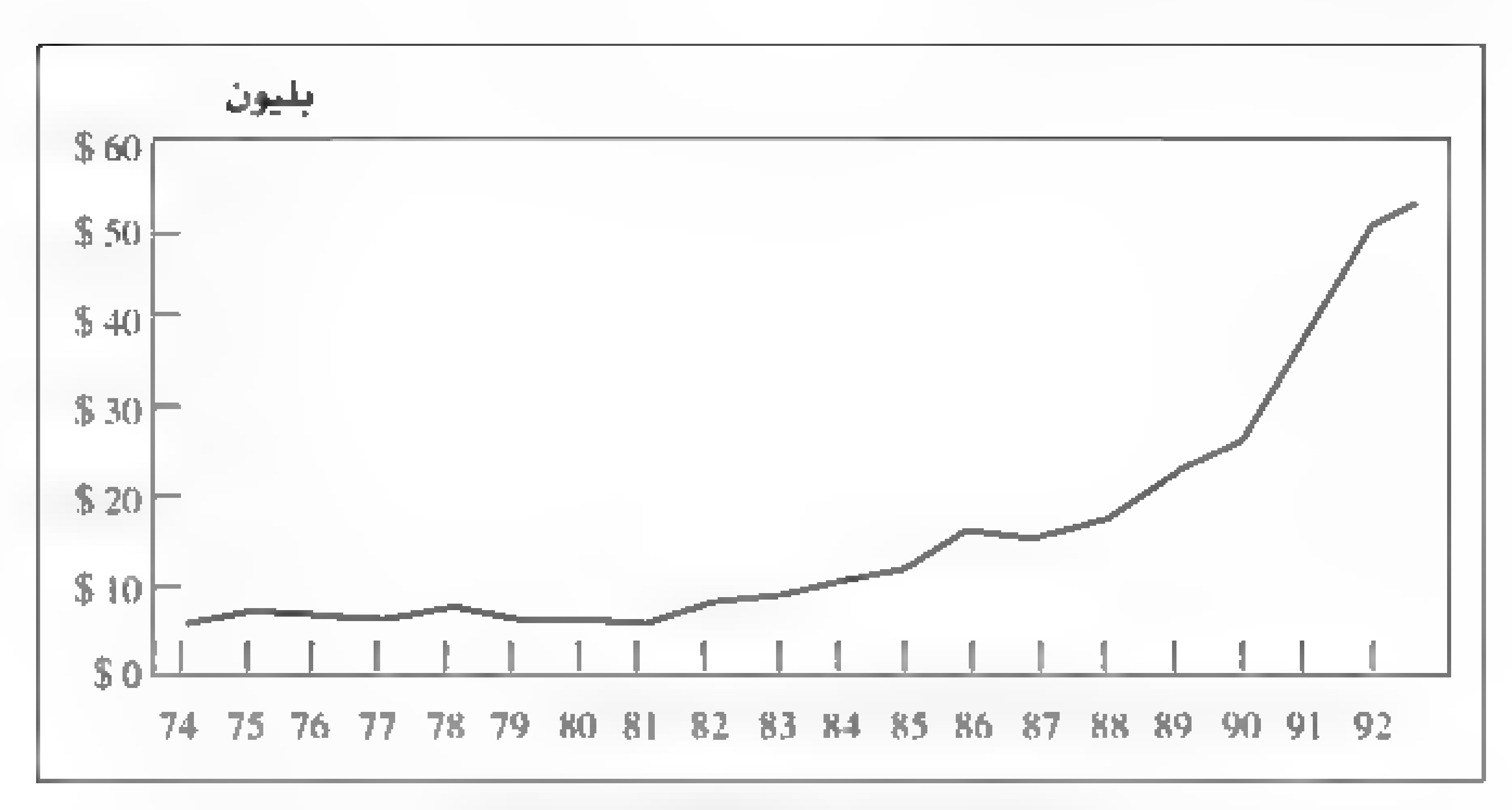
الشكل 1-7 : عائد شركة كوكا كولا على الملكية وهامش ماقبل الضريبة

ورغم أن شركة كوكا كولا حققت عائداً محترماً على الملكية بلغ 20٪ خلال سبعينيات القرن العشرين: إلا أن ذلك لم يُرضِ غويْزويتا وطالب بعائدات أفضل والتزمَت الشركة بذلك، فارتفع هذا العائد عام 1988 إلى 31.8٪ (انظر الشكل 1-7).

وضاعفت الشركة بإدارة غويْزويتا إنجازاتها المالية مرتين أو ثلاثاً على جميع المعايير عما كانت عليه في عهد المدير التنفيذي السابق، وتظهَر النتائج في قيمتها السوقية التي كانت 4.1 مليار دولار عام 1980، ثم ارتفعت بحلول نهاية عام 1987ـ وحتى بعد انهيار سوق الأوراق المالية في شهر تشرين الأول/ أكتوبرـ إلى 14.1 مليار دولار (انظر الشكل 2-7)، وتزايدت في بضع سنين، بنسبة بلغ معدلها السنوي 19.3٪.

شركة واشنطن بوست

حينما اشترى بَفِت أسهماً في صحيفة *واشنطن بوست* عام 1973 كان عائدها على الملكية 15.7٪، وهو وسطي العائد لمعظم الصحف، ويزيد قليلاً عن دليل مؤشر ستاندرد أند بورز الصناعي Standard & Poors Industrial Index، إلا



الشكل 2-7 قيمة شركة كوكا كولا السوقية

أن عائدها تضاعف خلال خمس سنوات، وكان حينذاك يعادل ضعفي معدلات المؤشر، ويعلو بنسبة 50٪ عن معدل الصحف. وحافظت الشركة على مكانتها العالية في السنوات العشر التالية. فبلغت نسبة هذا العائد36.3٪ عام 1988.

إن هذه العائدات التي تزيد عن المعدلات تصبح أكثر تأثيراً حين ترى أن الشركة قامت عمْداً بتخفيض ديونها مع مرور الوقت: حيث توقفت نسبة الدين طويل الأجل إلى حقوق الملكية عام 1973 عند 37.2٪ وهي النسبة الثانية في مجموعة الصحف. ومما يثير الدهشة أن كاترين غراهام Katherine Graham خفضت ديون الشركة بحلول عام 1978 بنسبة 70٪. وانخفضت نسبة الدين طويل الأجل إلى حقوق الملكية عام 1983 إلى 2.7٪، وهي تعادل عُشْرَ المعدل في مجموعة الصحف، ومع ذلك كانت شركة بوست تولد عائداً على الملكية، يزيد بنسبة 10٪ عما تولده هذه الشركات ذاتها.

«أرباح المالكين»

يحذر بَفِت المساهمين بوجوب العلم بأن حساب الأرباح السنوية لكل سهم، يمثل نقطة البداية لاالنهاية في تحديد قيمة العمل الاقتصادية. فيقول: «إن أول نقطة يجب فهمها هي أن جميع الأرباح لاتتولّد متساوية»[4] : ويوضح أن الشركات

التي تكون نسبة الأصول إلى الأرباح عالية فيها، تميل إلى إظهار أرباح مصطنعة، وبما أن التضخم ينال قسطاً من الأعمال المثقلة بالأصول، فإن أرباح هذه الأعمال تأخذ صفة السّرابية. ومن هنا فإن محاسبة الأرباح لاتفيد المُحلل مالم تقارب التدفق النقدي المتوقع للشركة.

لكن بَفت يُحَذر من أن التدفق النقدي بحدٍّ ذاته ليس أداة لاغبار عليها لقياس القيمة: بل يضلل المستثمرين في غالب الأحيان. وهو طريقة مناسبة لقياس الأعمال التي تمتلك استثمارات كبيرة في البداية، ومصاريف أقل في المراحل التالية، مثل شركات العقارات وحقول الغاز و«الكابلات» المحورية. كذلك فإن الشركات التي تتطلب مصروفات راسمالية مستمرة ـ كالشركات الصناعية ـ لاتقيَّم بصورة دقيقة باستخدام التدفق النقدي فقط.

يعرَّف التدفق النقدي للشركة عادة بأنه الدخل الصافي بعد حسم الضرائب واضافة الاهتلاكات واستهلاك رأس المال وإطفاء الدين والنفقات الأخرى غير النقدية إليه. المشكلة في هذا التعريف ـ كما شرحها بَفت ـ هي أنه يترك حقيقة اقتصادية حاسمة، هي المصروفات الراسمالية. ما المبلغ المقتطع من الأرباح السنوية الذي يجب أن تستخدمه الشركة في شراء معدات جديدة، وتحديث المصنع، والتحسينات الأخرى اللازمة للمحافظة على المركز الاقتصادي وحجم الوحدة الإنتاجية؟ يرى بَفت أن 95% من الشركات الأمريكية تحتاج إلى مصروفات راسمالية مساوية تقريباً لنسب الاهتلاكات فيها. ويمكنك أن تؤخر هذه المصروفات سنة أو سنتين، كما يقول، ولكن عملك ينهار على المدى الطويل إن لم تنجز التحسينات الضرورية. وهذه المصروفات تماثل في طبيعتها تكاليف اليد العاملة والمرافق العامة.

تزايد شيوع أرقام التدفقات النقدية من خلال شراء الشركات أسهمها بأموال مُقترَضة في ثمانينيات القرن العشرين، لأن الأسعار الباهظة التي دُفِعت في الأعمال، كانت مُبَرَّرَة بسبب التدفق النقدي فيها. ويَعتقد بَفت أن أرقام التدفق

النقدي «كانت تستخدَم على الغالب من قِبَل مروِّجي الأعمال والأوراق المالية لتبرير ما لايمكن تبريره، وبذلك يبيعون ما لايجب بيعه. حين تبدو الأرباح غير كافية لخدمة الديّن بموجب سند عالي المخاطر، أو تبرر سعراً جنونياً للأسهم: فكم يبدو التركيز على التدفق النقدي مناسباً» [15]! ولكنه يُحَذر من استحالة التركيز على التدفق النقدي مالم تكونوا راغبن بإنقاص المصروفات الراسمالية الضرورية.

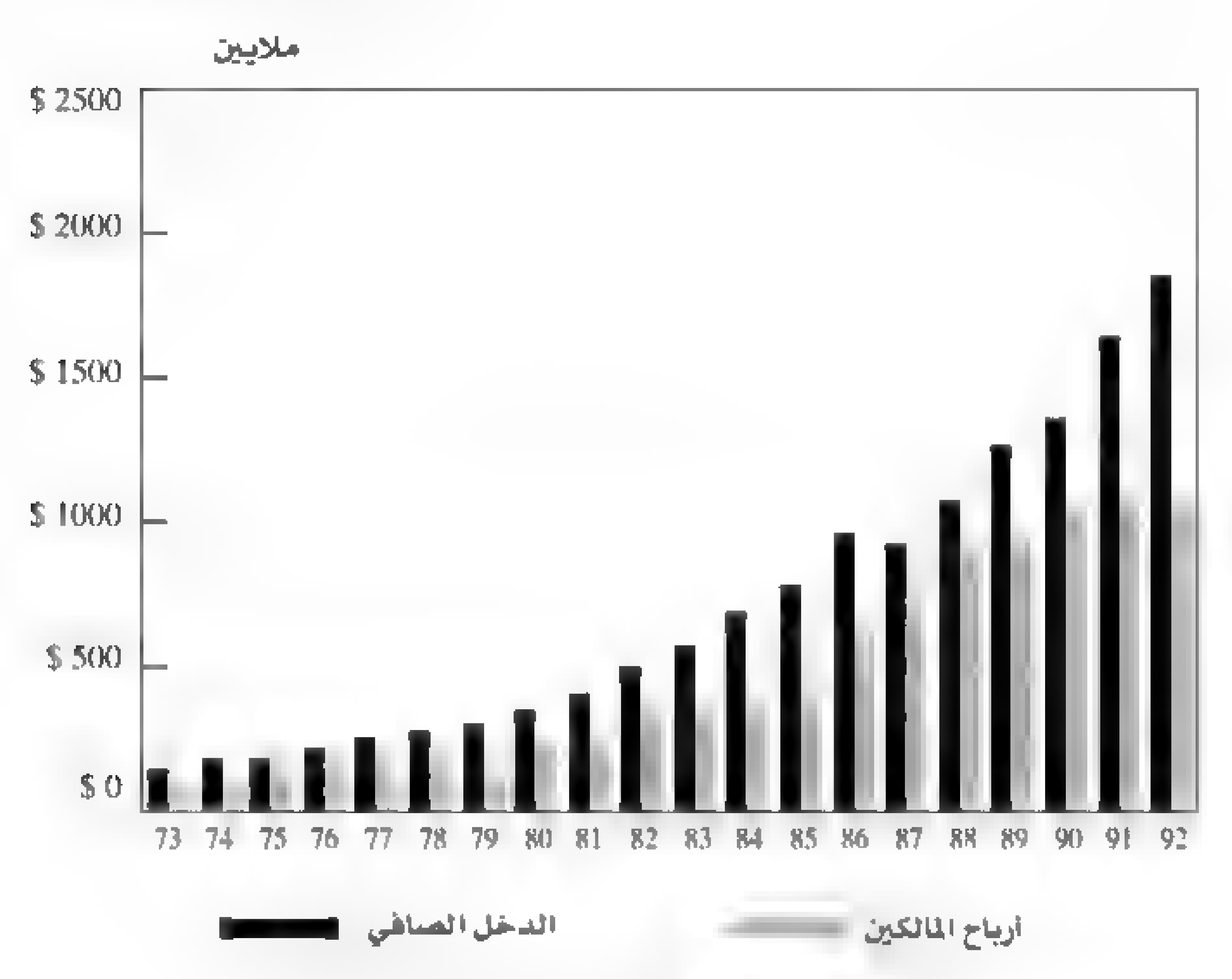
يفضل بَفِت استخدام عبارة «أرباح المالكين» التي أطلقها بدلاً من «التدفق النقدي»، أي دخل الشركة الصافي مضافاً إليه الاهتلاكات واستهلاك راس المال وإطفاء الديّن، ومنقوصاً منه قيمة المصروفات الراسمالية وأي راسمال تشغيلي إضافي تدعو إليه الحاجة.

ويعترف أن ذلك لايمثل أداة قياس رياضية دقيقة، لسبب بسيط هو أن حساب المصروفات الراسمالية المستقبلية يتطلب في غالب الأحيان تقديرات تقريبية، ومع ذلك « فإني أفضل أن أكون تقريباً على حق، بدلاً من أكون تماماً على خطأ» كما يقول بَفِت مستشهداً بقول كينس Keynes.

شركة كوكا كولا

بلغت «أرباح المالكين» (أي الدخل الصافي مضافاً إليه الاهتلاكات ومنقوصاً منه المصروفات الراسمالية) 152 مليون دولار عام 1973، وأضحت 262 مليوناً بحلول عام 1980، أي بزيادة نمو سنوية مركبة بلغت 8%، ثم تزايدت بين عامي 1981 وَ 1988 إلى 828 مليوناً حيث بلغ وسطي نسبة النمو المركبة 17,8% سنوياً (انظر الشكل 7-3).

يعكس سعر سهم شركة كوكا كولا نمو أرباح المالكين فيها: ففي السنوات العشر الواقعة بين عامي 1973 وَ 1982 تنامى عائد الشركة الاجمالي بمعدل سنوي قدره 6,3%، وارتفع إلى 31.1% في السنوات العشر التالية الواقعة بين عامي 1983 وَ 1992.



الشكل 3.7 : صافي دخل شركة كوكا كولا وارباح المالكين،

هوامش الربح

يُدرك بَفِت ـ مثل فيليب فيشر ـ Philip Fisher أن الأعمال الكبيرة تجعل الاستثمارات صغيرة حين تعجز الإدارة عن تحويل المبيعات إلى أرباح، وهو يرى حسب خبرته أن مديري الشركات ذات التكاليف العالية، يميلون إلى إيجاد طرق تضيف باستمرار إلى النفقات غير المباشرة، أما مديرو ذات التكاليف المنخفضة فيجدون على الدوام طرقاً لتخفيض تلك النفقات.

لايكاد بَفِت يصبر طويلاً على المديرين الذين يفسحون المجال لتزايد التكاليف، وكثيراً مايتوجب عليهم أن يستنبطوا برنامجاً لإعادة هيكلة التكاليف وتخفيضها كي تتوافق مع المبيعات، وكلما أعلنت شركةٌ ما عن برنامج لتخفيض التكاليف، أدرك بَفِت أنها لم تتصور مدى فاعلية النفقات

تجاه أصحاب الشركة: وفي هذا يقول: «المدير الجيد الحقيقي لايستيقظ في الصباح ليقول: هذا هو اليوم الذي سأخفض فيه التكاليف إلا كما يستيقظ ثم يتخذ قراراً بالتنفس».[6]

يفهم بَفِت الحجم الحقيقي لعدد العاملين المطلوبين لتشغيل عمل ما، ويعتقد أن هناك مستوى مناسباً من النفقات مقابل كل دولار يأتي عن طريق البيع. وقد ميَّز كلاً من كارل رايخارت Carl Reicherdt وَ بول هيزن Paul Hazen في مصرف ويلز فارغو Wells Fargo بسبب هجومهما الضاري على النفقات غير الضرورية، فهُما ـ على حد قوله ـ «يمقتان وجود عدد من العاملين أكثر من الحاجة، ويهاجمان التكاليف بالقوة نفسها حين تكون الأرباح على الحدود وكذلك حين تتعرض هذه الأرباح للضغط»[7]

يمكن أن يكون بَفِت نفسه فظاً حينما يتعلق الأمر بالتكاليف والنفقات غير الضرورية، ويكون حساساً جداً بشأن هوامش أرباح شركة بيركشيَر، وهي بالطبع شركة لامثيل لها. وربما واجه عناصرها في كيويت بلازا Kiewit Plaza صعوبة في نشر فريق الكرة اللطيمة، فليس في الشركة دائرة قانونية أو علاقات المستثمرين أو علاقات عامة، أو دائرة استراتيجيات محشوَّة بالموظفين المدرَّبين من حملة الماجستير بإدارة الأعمال للتآمر من أجل الاندماجات والاستحواذات. وضريبة الدخل على أرباح الشركة بعد الضريبة تقل عن 1% من أرباح التشغيل. قارنوا هذا الوضع ـ كما يقول بَفِت ـ بالأوضاع السائدة في الشركات الأخرى التي تحقق الأرباح نفسها باستثناء نفقات الشركة البالغة 10%، لكن المساهمين يخسرون 9% من قيمة مُقتنَياتهم، لالشيء سوى تكاليف الشركة غير المباشرة.

شركة ذَ بامبرد تشيف

قامت دوريس كريستوفر Doris Christopher بإنشاء شركتها ـ كما ذكرنا ـ بقرض مقداره ثلاثة آلاف دولار. استقرضته بضمانة عقد التأمين على حياتها، ولم تقترض بعده قط. وهاهي ذي شركتها تحقق اليوم مبيعات زادت عن 700 مليون دولار.

يسدد الزبائن الثمن قبل التسليم، ولذلك فإن الشركة تتميز بالنقدية الموجبة. ولقد قدّر ألان ليوس Alan Luce ـ رئيس شركة ليوس وشركاه Luce & Associates، في أورلندو Orlando وهي شركة استشارات خاصة بالبيع المباشر ـ هوامش أرباح شركة بامبرد تشيف قبل الضريبة بما يزيد عن 25%.

شركة كوكا كولا

وصلت هوامش أرباح الشركة قبل الضريبة عام ١٩٨٠ إلى مستوى متدنٍ بلغ 12,9%، وقد ظلت تنهار على امتداد خمس سنوات متوالية، إذ نقصت عن المستوى الذي حققته عام 1973 والبالغ 18%. لكنها ارتفعت في السنة الأولى من إدارة غويزويتا إلى 13,7%. وبلغت رقماً قياسياً هو 19% عندما اشترى بَفِت اسهمه فيها عام 1988.

شركة واشنطن بوست

قابلت كاترين غراهام مُحللي أوراق مالية من وول ستريت بعد ستة أشهر من طرح الشركة على الاكتتاب العام سنة 1971. وأبلغتهم أن أول أمر يتعلق بالشركة هو رفع الأرباح إلى الحد الأقصى من خلال عمليات الشركة الحالية. واستمرت هذه الأرباح تتصاعد في محطات التلفاز ومجلة نيوزويك *Newsweek*، لكن مستوى أرباح الصحيفة كان يتراجع، وقالت إن السبب الأولي لذلك هو تكاليف الإنتاج العالية التي تتربع الأجور على هامتها.

وبعد أن اشترت شركة بوست صحيفة *تايمز ـ هيرالد Times-Herald* تزايدت أرباحها، لكن الإدارة كانت تقرر تلبية مطالب الاتحادات العمالية كلما أعلنت الإضراب (كما حدث في أعوام 1949، 1958، 1966، 1968، 1969) بدلاً من مواجهة خطر إغلاقها، وكانت العاصمة واشنطن دي سي Washington، DC حينذاك مازالت مدينة الصحف الثلاث. تناقصت الأرباح بسبب تزايد الأجور في خمسينيات وستينيات القرن العشرين، لكن المشكلة في طريقها إلى الحل كما قالت السيدة غراهام للمحللين.

وحينما شارفت عقود عمال الاتحاد على الانتهاء في سبعينيات القرن العشرين جندت السيدة غراهام مفاوضين اتخذوا موقفاً متشدداً تجاه العمال، وانتصرت الشركة عام 1974 على إضراب رابطة عمال الصحيفة، ثم استقرت أمور عمال الطباعة على عقد جديد بعد مفاوضات مطوّلة.

وفي مطلع سبعينيات القرن العشرين قالت مجلة فوربس *Forbes* : «إن أفضل مايمكن قوله عن أداء شركة واشنطن بوست أنه حقق درجة ج في الربحية»[8]، وفي عام 1973 بلغت هوامش ماقبل الضريبة 10,8%، وهذه نسبة متدنية جداً عن النسبة التاريخية التي حققتها الشركة في ستينيات القرن العشرين والبالغة 15%، وبعد المفاوضات الناجحة مع العمال تحسنت الفرص أمام الشركة، فقفزت الأرباح بحلول عام 1978 إلى 19,3%، وهذا تحسُّن بلغت نسبته 80% خلال خمس سنوات.

أثمر رهان بَفِت فوصل هامش ماقبل الضرائب في الشركة إلى مستوى مرتفع بلغت نسبته 31,8%، مقارنة بالمعدل المتحقق في أوساط مجموعة الصحف والبالغ 16,9%، ومعدل مؤشر ستاندرد أند بورز الصناعي البالغ 8,6%، ورغم أن هوامش الشركة تدنَّت في السنوات الأخيرة إلا أنها ظلت عالية بشكل جوهري عن معدل الصناعة.

فرضية الدولار الواحد

هدفُ بَفِت هو اختيار الشركات التي يُترجَم فيها الدولار المحتجَز على شكل أرباح إلى دولار واحد على الأقل من القيمة السوقية، ويمكن بفضل هذا الاختبار أن يتم بسرعة تحديد الشركات التي تمكن مديروها بمرور الوقت من استثمار راسمال شركتهم بالشكل الأمثل.

وإذا تم استثمار الأرباح المحتجزة في أنشطة الشركة، وأعطت أرباحاً أعلى من المعدل، تمثلَ فيها الدليل الأعظم في زيادة قيمة الشركة السوقية بشكل طردي.

وهذه هي الحال مع مرور الزمن. رغم أن سوق الأوراق المالية سيتبع خط سير قيمة العمل بشكل منطقي على امتداد فترات طويلة، إلا أن الأسعار يمكن في سنةٍ ما أن تدور حول نقطة واحدة لأسباب أخرى غير القيمة. وينطبق هذا أيضاً على الأرباح المحتجزة على حد قول بَفِت، وإذا استخدمت الشركة الأرباح المحتجزة بشكل غير إنتاجي خلال فترة متطاولة، قامت السوق في نهاية المطاف بتسعير السهم بصورة مخيبة للآمال، ولها مبرراتها في ذلك: وعلى العكس، فإذا تمكنت الشركة من تحقيق عوائد على رأس المال المتراكم فاقت المعدل، عكس سعر السهم هذا النجاح.

يرى بَفِت أنه إذا اختار شركة تتمتع بتطلعات اقتصادية مستقبلية مشجعة على المدى الطويل ويقوم على إدارتها مدراء أكفاء يهتمون بمصالح المساهمين انعكس دليل ذلك في قيمة الشركة السوقية المتزايدة. وفي هذا السياق يستخدم بَفِت إختباراً سريعاً: يجب أن تقابل القيمة السوقية المتزايدة في أدنى درجاتها قيمة الأرباح المحتجزة، دولاراً بدولار، ويزيد الوضع حسناً مع تزايد أرباح هذه القيمة عن الأرباح المحتجزة. والنتيجة كما يشرحها هي «أن وظيفتنا ـ في خضمّ المزادات الهائلة ـ هي اختيار عمل يتصف بمزايا تتيح لكل دولار من الأرباح المحتجزة أن يُترجَم على الأقل إلى دولار من القيمة السوقية».[9]

شركة كوكا كولا

كان أداء أسعار شركة كوكا كولا غير عادي منذ عام 1988 حين باشر بَفِت بشراء أسهمها، إذ ارتفع سعر السهم من عشر دولارات إلى 45 عام 1992، وزاد أداء الشركة في الفترة نفسها على معدل مؤشر ستاندرد أند بورز 500.

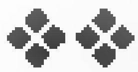
ارتفعت قيمة شركة كوكا كولا السوقية بين عامي 1989 وَ 1999 من 25,8 مليار دولار إلى 143,9، وانظروا فيما يلي التعبير عن هذا النمو بطريقة أخرى: إن استثمار مئة دولار في أسهمها العادية في 1989/12/31 مع إعادة استثمار أرباح الأسهم، زاد في قيمتها قبل الضريبة إلى 681 دولاراً بعد عشر سنوات،

بعائد بلغ معدله السنوي المركب 21٪. وفي غضون تلك السنوات العشر ذاتها ولّدت الشركة أرباحاً بلغت 26,9 مليار دولار، دُفِع منها 10,5 أرباحاً للمساهمين لقاء الأسهم وتم الاحتفاظ بالباقي البالغ 16,4 بقصد إعادة استثمارها. وبذلك تكون الشركة قد ولّدت 7,20 دولارات في قيمة الشركة السوقية مقابل كل دولار احتفظت به.

وبحلول نهاية عام 2003 ارتفعت قيمة استثمارات الشركة الأصلية البالغة 1,023 مليار دولار إلى أكثر من عشرة مليارات دولار.

شركة جيليت

حين بدأ بَفت يلتفت إلى شركة جيليت عام 1988 ولغاية 1992 زادت قيمتها بمقدار 9,3 مليار دولار، وكسبت خلال هذه الفترة 1,6 مليار دولار، وزعت منها 582 مليون دولار على المساهمين واحتفظت بالباقي البالغ 1,011 مليار دولار بقصد إعادة استثمارها، وقد زادت قيمة الشركة 9,21 دولاراً مقابل كل دولار تم الاحتفاظ به.



إذا أمعنا النظر في بنية الشركة المالية وجدناها أمراً صعباً ومن المستحيل على أي شخص غير وورن بَفت أن يتعلم جميع هذه الحقائق حينما تصبح الشركة ملكية خاصة، ومع ذلك فإنه يقول لنا: إن بذل الجهد أمر جدير بالتنفيذ لأنه يُميط اللثام عن معلومات ذات أهمية.

ومع علمنا بفضيحة محاسبية بعد أخرى، أصبح الغوص في النواحي المالية بحثاً عن المعلومات أمراً شديد الحساسية بالنسبة إلى المستثمرين، ولاضمانات بكشف الحقيقة من خلال هذا الجهد، لكن الفرصة ستكون أكبر

أمامكم لتحديد الأرقام المزيفة أكثر مما لو لم تحركوا ساكناً. والحال ـ كما يعلق بَفِت عليها ـ أن «المديرين الذين يطلقون وعودهم على الدوام لخلق أرقام سينجحون في ذلك في مرحلة ما». [10] إن هدفكم هو المباشرة بالتعلّم لتستبينوا الفرق.





دلائل الاستثمار

مذاهب في استثمار القيمة *

تؤدي جميع المبادئ التي تتجسَّد في المذاهب الموصوفة حتى هذه الصفحة إلى نقطة تقريرية واحدة، هي شراء أو عدم شراء أسهم في شركة ما. ويتوجّب على المستثمر ـ عندما يصل إلى هذه النقطة ـ أن يوازن بين عاملَيْن: هل تمثل هذه الشركة قيمة جيدة. وهل هذا هو الوقت الجيد للشراء ـ أي هل السعر مُشجِّع؟

يتقرر السعر من قبل سوق الأوراق المالية. ويقرر المستثمر القيمة بعد موازنة جميع المعلومات المعروفة عن عمل الشركة وإدارتها وميِّزاتها المالية. وليس من الضروري أن يتساوى السعر والقيمة. «فالسعر هو ما تدفع. أما القيمة فما تحصل عليه» كما قال بَفِت في غالب الأحيان.

إذا كانت السـوق على كفاءة حقيقية، تعدَّلت الأسعار بصورة فورية لتتلاءم مع المعلومات المُتاحَة. ونحن بالطبع نعرف أن هذا لن يحدُث. ذلك أن أسعار الأسهم تتحرك صعوداً وهبوطاً عن قيَم الشركة بفعل أسباب عديدة ليست جميعها منطقية.

---

* لعلك أيها القارئ الكريم ـ وبعد أن مررت فيما سبق من هذا الكتاب على عدد من أنواع الاستثمارات ـ تدرك أن استثمار القيمة يعني البحث عما علت قيمته وقل ثمنه، ثم الاستحواذ عليه واستثماره انتظاراً لفرصة سانحة لبيعه، حينما يصل ثمنه إلى ما يعادل قيمته الحقيقية أو يزيد. وفي هذا المرام يوصف أهل العلم لهذا النوع من الاستثمار إذ يقولون إنه استثمار الأوراق المالية التي تطرح بثمن يقل عن قيمتها الحقيقية. (المعرّب)

> **إنه لأمر سيىء أن يأوي المرء إلى فراشه يُؤرِّقه سعر السهم. نحن نفكر بقيمة الشركة ونتائجها، وسوق الأسهم موجودة لخدمتك، وليس لتوجيه التعليمات إليك.** [1]
>
> **وورن بفِت, 2003**

يتخذ المستثمرون قراراتهم من الناحية النظرية على أساس الفروقات بين السعر والقيمة. فإذا كان سعر السهم أقل من قيمته قرر المستثمر الحَصيف أن يشتري، وإذا كان أعلى من قيمته مرَّ به المستثمر المتفكِّر مرور الكرام.

يقوم المستثمر الذكي خلال دورة حياة الشركة الاقتصادية بتثمين قيمتها بين حين وآخر، بالنظر إلى سعر السوق. فيبيع أو يشتري أو يستبقي الأسهم بناء على ذلك.

الاستثمار العقلاني إذن يضم عنصرين:

1 ـ تحديد قيمة العمل.

2 ـ الشراء فقط في ظل السعر الصحيح، أي حين يعرض العمل بسعر يحمل حسماً جيداً عن قيمته.

احسب قيمة العمل المُعادلة

استخدم المحللون الماليون على مرّ السنين العديد من المعادلات لتحديد قيمة الشركة الذاتية. فبعضهم مُغرَمٌ بالطرق المُختزَلة: نسب السعر المتدني إلى الأرباح، والسعر إلى القيمة الدَّفترية، وعوائد أرباح الأسهم العالية، لكن النظام الأفضل ـ كما يراه بَفِت ـ تقرَّر قبل أكثر من ستين سنة على يد جون بَر ويليامز (John Burr Williams انظر الفصل الثاني)، حيث

يستخدِم بَفت وكثيرون غيره نمط عائد ربح السهم المحسوم الذي عرَضه ويليامز في كتابه نظرية قيمة الاستثمار *The Theory of Investment Value* إذ يعتبر الطريقة المُثلى لتحديد قيمة الورقة المالية.

وتفسيراً لما كتبه ويليامز، يخبرنا بَفت أن قيمة العمل هي مجموع التدفقات النقدية الصافية (أرباح المالكين) المتوقع تحقيقها خلال حياة هذا العمل مخصوماً وفق سعر فائدة مناسب، وهو يَعتبره أنسَب المعايير لقياس رزمة تضم أنواعاً مختلفة من الاستثمارات: سندات حكومية وسندات شركات وأسهماً عادية وعمارات سكنية وآبار نفط ومَزارع.

كذلك فإن التمرين الرياضي ـ كما يضيف بَفت ـ يشبه طريقة تحديد قيمة السند، حيث تقوم سوق السندات يومياً بجمع قسائم السندات المستقبلية ثم تخصمها وفق سعر الفائدة السائد. وبهذا يتم تحديد قيمة السند. ولتحديد قيمة العمل يقدِّر المستثمر «القسائم» التي سيولِّدها هذا العمل خلال مدة ما من المستقبل ثم يخصمها جميعاً بالعودة إلى الحاضر. يقول بَفت: «إن الأعمال ـ بدءاً من صانعي «سَوط العربة الخفيفة» وانتهاء بمُشغلي الهواتف المحمولة ـ التي يتم تحديد قيَمها بهذه الطريقة تصبح متساوية».[2]

وعليه فإن حساب قيمة العمل الحالية بالإختصار يعني في المقام الأول تقدير اجمالي الأرباح التي يُحتمَل تحققها خلال حياة هذا العمل، ومن ثم خصم هذا الاجمالي بالعودة إلى الوقت الحاضر. (شريطة ألا ننسى أن بَفت يستخدِم للتعبير عن «الأرباح» عبارة أرباح المالكين وهي التدفق المالي المُعدَّل بالمصروفات الراسمالية حسب التوصيف الوارد في الفصل السابع).

سوف نطبق ـ من أجل تقدير الأرباح المستقبلية ـ جميع ما تعلمناه عن خصائص عمل الشركة وصحتها المالية ونوعية مديريها وذلك باستخدام مبادئ التحليل الموصوفة حتى الآن. أما بشأن الطرف الثاني من المعادلة، فنحن فقط بحاجة إلى تحديد معدَّل الخصم المتوجب: وإليكم المزيد عن ذلك فيما هو آت.

إن بَفِت صارم في نقطة واحدة هي البحث عن شركات يمكن التنبؤ بأرباحها المستقبلية المؤكدة، مثل إيرادات السندات. ويَعتقد أن باستطاعته تحديد تلك الأرباح بدرجة كبيرة من اليقينية إن كانت الشركة قد عملت في ظلّ قوة أرباح راسخة متوالية، وَ كان عملها بسيطاً مفهوماً. ولن يحاول تثمين هذه الشركة ـ وسيتخطاها ـ إن لم يستطع أن يتصوّر بدرجة من الثقة ما ستكون عليه تدفقاتها النقدية المستقبلية.

يجب عليك ـ حتى تتمكن في الظروف المثالية من تثمين عمل ما ـ أن تأخذ جميع التدفقات النقدية التي سيتم توزيعها بدءاً من هذا اليوم وحتى يوم القيامة ثم تخصمها وفق معدل الخصم المناسب، وهذا كل ما يتعلق بوضع قيم للأعمال. لكن جزءاً من المعادلة يكمن في مدى ثقتك بتحقق تلك التدفقات النقدية. إن التنبؤ أسهل في بعض الأعمال من بعضها الآخر، ونحن نحاول أن ننظر في الأعمال التي يمكن التنبؤ بها.[3]

وورن بفت، 1988

وهنا تبرز أهمية أسلوب بَفِت الذي يعترف بعدم وجود دليل لديه على كيفية تقدير أرباح شركة مايكروسوفت Microsoft النقدية الحقيقية المستقبلية، رغم تميزها بالحركة وتقديره الكبير لبيل غيتس Bill Gates مديراً. إن هذا هو مايقصده بعبارة «دائرة الكفاءة»: إذ لايعرف صناعة التكنولوجيا بصورة حسنة ودرجة كافية لكي يتنبأ بالأرباح الخبيئة على المدى الطويل في أية شركة في هذا الميدان.

وهذا يحملنا إلى العنصر الثاني من المعادلة: ماهو معدَّل الخصم المناسب؟ وجواب بَفِت بسيط: إنه المعدَّل الذي يُعدّ خالياً من المخاطر. ظلّ بَفِت عدة سنوات يستخدم المعدَّل الساري حينذاك على السندات الحكومية طويلة الأمد.

ويمكننا أن نقول إنه خالٍ من المخاطر لأن المعدّل الذي ستدفعه حكومة الولايات المتحدة في غضون السنوات الثلاثين التالية على قسائمها يصل يقيناً إلى حوالي 100%.

حين تكون أسعار الفائدة متدنية يَزيد بَفِت معدّل الخصم، وعندما تنخفض إيرادات السندات إلى أقل من 7% يرفع معدل الخصم إلى 10%، وهو يستخدمه اليوم بشكل عام، وقد نجح مع مرور الوقت في تحقيق التطابق بين معدل الخصم طويل الأجل الذي وضعه وبين ارتفاع أسعار الفائدة، وإذا لم يتم التطابق أضاف ثلاث نقاط إلى هامش الأمان.

يجادل بعض أهل العلم بعدم استطاعة أية شركة، بصرف النظر عن قوتها، أن تؤكد أرباحها النقدية المستقبلية، بدرجة اليقين السارية نفسها على السندات، ولذلك يصرّون على أن عامل الخصم الأنسب هو الخالي من المخاطر زائداً عليه علاوة لمساواة المخاطر، وهذا يُصوِّر الشك بتدفقات الشركة النقدية المستقبلية. لكن بَفِت لايضيف مثل هذه العلاوة، بل يعتمد على تركيزه الفكري المتفرّد على الشركات التي تتمتع بأرباح راسخة متوالية يمكن التنبؤ بها وعلى هامش الأمان الذي ينجم في المقام الأول عن الشراء بخصم جيد. وفي هذا يقول: «إنني أعوّل كثيراً على اليقين، وإن تفعل ذلك لم يعد لفكرة عامل الخطر بكاملها أي معنى لدي».[4]

شركة كوكا كولا

حين ابتاع بَفِت شركة كوكا كولا عام 1988 تساءل الناس: «أين هي القيمة في الشركة؟ «لماذا رغب بدفع خمسة أضعاف القيمة الدفترية في شركة بلغ عائد ربحها السنوي 6,6%؟ لأن السعر ـ كما يذكّرنا باستمرار ـ لايكشف شيئاً عن القيمة وأن الشركة في نظره قيمة جيدة.

ولنبدأ بالقول إن الشركة كانت تعود على المالكين بـ 31%. وتستخدم نسبياً مبلغاً ضئيلاً في الاستثمارات الرأسمالية، لكن الأهم هو أن بَفِت تمكن من إدراك الفرق الذي كانت تحققه إدارة روبيرتو غويزويتا Roberto Goizueta،

وأن عوائد الشركة المالية في سبيلها إلى التحسّن لأنه باشر ببيع الأعمال ذات الأرباح الضعيفة، وإعادة استثمار الإيرادات في عمل الشركة ذي الأداء العالي القائم على الشراب. اضافة إلى أنه راح يُعيد شراء أسهم الشركة في السوق، مما أدّى إلى المزيد من رفع قيمة العمل الاقتصادية إلى مستوى أعلى أيضاً. وكل ذلك دخل في حســـابات القيمة عند بَفِت الذي سنخوض معه بحساباته فيما يلي من القول.

بلغت أرباح مالكي شركة كوكا كولا 828 مليون دولار عام 1988، وكان يتم تداول سندات الثلاثين سنة الصادرة عن الخزانة الأمريكية بعائد قدره 9% سنوياً (خالٍ من المخاطر). وعليه فإن تلك الأرباح المحسومة بمعدل 9% ستولّد قيمة ذاتية مقدارها 9,2 مليار دولار. بلغت قيمة الشركة السوقية عندما ابتاعها بَفِت ١٤٫٨ مليار دولار، أي بزيادة 60%، وهذا دفع ببعض المراقبين إلى الاعتقاد أنه دفع أكثر مما ينبغي، غير أن مبلغ 9,2 مليار دولار يمثل قيمة الشركة المحسومة والتي كانت حينذاك تمثل أرباح مالكيها، وإن رغب بَفِت بدفع سعر أعلى فلأنه أدرك أن ذلك الجزء من قيمة الشركة يمثل فرص نموها في قابل أيامها.

حين تكون شركةٌ ما قادرة على تنمية أرباح المالكين دون أن تزيد راسمالها، يصبح من المناسب أن يُحسم من هذه الأرباح الفرق بين معدل العائد الخالي من المخاطر، ونمو ارباح المالكين المتوقعة. وبتحليل شركة كوكا كولا نجد أن أرباح المالكين بين عامي 1981 وَ 1988 زادت بمعدل 17,8% سنوياً، وهذا أسرع من معدل العائد الخالي من المخاطر. وحينما يحدث هذا يَستخدم المحللون نمطاً للحسم بمرحلتين يمثل طريقة لحساب الأرباح المستقبلية عندما تحقق الشركة نمواً غير عادي في عدد من السنين، ثم تمر بفترة نمو راسخ متوالٍ ولكن بمعدل أقل.

يمكننا استخدام هذه العملية ذات المرحلتين لحساب القيمة السائدة عام 1988 لتدفقات الشركة المستقبلية (انظر الجدول 8-1). لنفترض أولاً أن الشركة ستتمكن من تنمية أرباح المالكين بمعدلّ 15% مدة عشر سنوات اعتباراً

الجدول 8-1

أرباح أصحاب شركة كوكا كولا المحسومة باستخدام نمط أرباح السهم المحسومة ذي المرحلتين (المرحلة الاولى عشر سنوات)

	السنة									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
التدفق النقدي للعام الماضي معدل النمو (زائد)	دولار 828 15%	دولار 0.952 15%	دولار 1.095 15%	دولار 1.259 15%	دولار 1.448 15%	دولار 1.665 15%	دولار 1 915 15%	دولار 2.202 15%	دولار 2 532 15%	دولار 2.912 15%
التدفق النقدي عامل الحسم (ضرب)	دولار 952 0.9174	دولار 1 095 0 8417	دولار 1.259 0 7722	دولار 1.448 0.7084	دولار 1.665 0 6499	دولار 1.915 0.5963	دولار 2.202 0 5470	دولار 2.532 0 5019	دولار 2.912 0 4604	دولار 3.349 0 4224
القيمة المحسومة في السنة مبلغ قيمة التدفق النقدي الحالية القيمة المتبقية التدفق النقدي في السنة العاشرة (زائد) g معدل النمو	دولار 873	دولار 922	دولار 972 دولار 3 349 5%	دولار 1.026 دولار 11.248	دولار 1.082	دولار 1.142	دولار 1.204	دولار 1.271	دولار 1.341	دولار 1 415
التدفق النقدي في السنة الحادية عشرة معدل الرسملة (k-g)			دولار 3.516 4%							
القيمة في نهاية السنة العاشرة معامل الحسم في نهاية السنة العاشرة (ضرب)			دولار 87.900 0 4224							
القيمة الحالية للقيمة المتبقية					دولار 37.129					
قيمة الشركة السوقية					دولار 48.377					

الملاحظات: معدل النمو المفترض للمرحلة الأولى 15%، معدل النمو المفترض للمرحلة الثابتة 5%، معدل الحسم 9%، المبالغ مقدرة بملايين الدولارات

من عام 1988، وهذا افتراض معقول، لأن هذا المعدل أقل من متوسط ماحققته الشركة في السنوات السبع السابقة. وبحلول السنة العاشرة يكون المبلغ الذي بدأنا به والبالغ 828 مليون دولار قد زاد إلى 3,349 مليار دولار. ولنفرض أيضاً أن هذا المعدل سينخفض إلى 5% سنوياً بدءاً من السنة الحادية عشرة. فإذا استخدمنا معدل الحسم البالغ 9% (وهو معدل السند طويل الأجل السائد حينذاك) تمكنا من العودة إلى حساب قيمة شركة كوكا كولا الذاتية عام 1988: أي 48,377 مليار دولار (انظر تفاصيل هدا الحساب بقسم التعليقات في نهاية هذا الكتاب).[5]

ولكن ماذا يحصل لو قررنا أن نكون أكثر تحفظاً فنستخدم معدل نمو مختلفاً؟ إذا فرضنا قدرة الشركة على النمو بمعدل 12% خلال عشر سنوات يتلوها نمو بمعدل 5% .

كانت قيمة الشركة الحالية محسومة بمعدل 9% تساوي 38,163 مليار دولار، وعندما تنمو بمعدل 10% خلال عشر سنوات وبعدها بمعدل 5% تكون قيمتها قد بلغت 32,497 ملياراً. ثم إن افترضنا معدل 5% باستمرار فلن تقل قيمة الشركة عن 20,7 مليار دولار، أي : 828 مليون دولار مقسومة على (9-5)%.

شركة جيليت

مرّ معنا في الفصل الرابع أن شركة بيركشيَر اشترت بمبلغ 600 مليون دولار أسهما ممتازة قابلة للتحويل في شركة جيليت، وذلك في تموز / يوليو 1989، وبعد أن تم تقسيم السهم إلى سهمين في شباط / فبراير عام 1991 حوّلت بيركشيَر تلك الأسهم، وتسلمت مقابلها 12 مليون سهم عادي كانت تساوي 11% من أسهم الشركة القائمة.

وبعد أن تملكت شركة بيركشيَر أسهماً في الشركة تعطي مردوداً بلغ 1,7% مقابل مردود الأسهم الممتازة القابلة للتحويل والبالغ 8,75%، فإن استثمارها فيها لم يعد ورقة مالية ذات دخل ثابت مع ارتفاع كامنٍ بل

أصبح التزاماً مباشراً يُسدَّد على شكل أسهم، ولو كان لشركة بيركشير أن تحتفظ بأسهمها العادية لاحتاج الأمر إلى إقناع بَفت أن الشركة تمثل استثماراً جيداً.

نحن نعلم أن بَفت فهِمَ الشركة، وأن تطلعاتها المستقبلية طويلة الأمد مشجِّعة، وأن خصائصها المالية ـ التي تشتمل على عائدات الملكية وهوامش ماقبل الضرائب ـ في تحسّن. إن القدرة على زيادة الأسعار عن هذه الطريق ترفع من عائد الملكية إلى معدلات تزيد عن الحدود الوسطى كما تدل على ذلك شهرة محلاتها الاقتصادية المتنامية. كان مديرها التنفيذي موكلر Mockler يقوم عمداً بتخفيض ديونها طويلة الأجل ويعمل جاداً على زيادة حقوق المساهمين.

أوفت الشركة، باختصار، بجميع متطلبات الشراء الضرورية، ولم يبق على بَفت سوى تحديد قيمتها حتى يتأكد من أن سعرها ليس رائداً.

بلغت أرباح مالكي شركة جيليت 275 مليون دولار عند نهاية عام 1990 وكانت تنمو منذ عام 1987 بمعدل 16% سنوياً. وبالرغم من قِصَر هذه المدة للحكم بصورة كاملة على نموها إلا أن باستطاعتنا وضع بعض الافتراضات. كتب بَفت عام 1991 مقارنة بين جيليت وكوكا كولا: «كوكا كولا وجيليت شركتان من أفضل الشركات في العالم، ونحن نتوقع أن تنمو أرباحهما بمعدلات هائلة في السنوات القادمة».[6]

في أوائل عام 1991 كان تداول سندات الحكومة الأمريكية يتم لقاء مردود سنوي قدره 8,62%، وحتى لانتمادى نستطيع أن نستخدم حسماً مقداره 9% لاحتساب قيمة شركة جيليت، لكن معدل نمو أرباحها الخبيئة يزيد عن معدل الحسم ـ كما هي حال كوكا كولا ـ ولذلك يتوجب علينا أن نستخدم مرة أخرى نمط الحسم ذي المرحلتين: بفرض معدل نموٍّ قدره 15% على امتداد عشر سنوات ثم 5% بعدها فإن تطبيق الحسم على أرباح المالكين لعام 1990 بمعدل 9% يعطينا قيمة تقريبية للشركة تعادل 16 مليار دولار. وإذا أنقصنا معدل النمو

المستقبلي إلى 12% أضحت القيمة 12,6 ملياراً، وبمعدل نمو 10% تصبح قيمتها 10,8 مليارات. ولا تقل قيمتها عن 8,5 مليار دولار عند تطبيق معدل نمو مُتحفظ جداً قدره 7% على أرباح المالكين.

شركة واشنطن بوست

بلغت قيمة صحيفة *واشنطن بوست* السوقية ثمانين مليون دولار عام 1973، ومع ذلك يدّعي بَفِت أن «أكثر محللي الأوراق المالية وسماسرة ومديري وسائل الإعلام يقدّرون قيمة شركة واشنطن بوست الذاتية بأربعمئة إلى خمسمئة مليون دولار».[7] فكيف توصل بَفِت إذن إلى تلك التقديرات؟ دعونا نتجول بين الأرقام على صهوة تفكيره.

لنبدأ بحساب أرباح المالكين عن تلك السنة التي نتبيّنها من خلال المعادلة التالية: أرباح المالكين= الدخل الصافي (13,3 مليون دولار) + الاهتلاكات وإطفاء الديون (3,7 مليون دولار) ـ المصروفات الراسمالية (6,6 مليون دولار) = 10,4 مليون دولار بمثابة أرباح المالكين عن عام 1973، وإذا قسّمناها على (6,81%) ـ وهو عائد سندات الحكومة الأمريكية طويلة الأجل السائد حينذاك ـ نجد أن قيمة *الصحيفة* تصل إلى 150 مليون دولار. وهي تعادل حوالي ضعفي قيمة الشركة السوقية، ولكنها تقل بشكل جيد عن تقديرات بَفِت.

يخبرنا بَفِت أن مصروفات الصحف الاستثمارية مع مرور الزمن سوف تساوي نفقات الاهتلاكات وإطفاء الديون، ولذلك فإن الدخل الصافي يجب أن يقارب أرباح المالكين، وعليه فإننا نستطيع أن نقسّم الدخل الصافي على المعدل الخالي من المخاطر، فنتوصل بذلك إلى تثمين يبلغ 196 مليون دولار.

إذا توقفنا هنا كان الافتراض هو أن الصحف تتمتع بقوة تسعير غير عادية لأن معظمها حكر على مجتمعاتها ويمكنها أن ترفع من أسعارها بمعدلات تفوق التضخم. ولنفترض أخيراً أن صحيفة *واشنطن بوست* تستطيع زيادة أسعارها بنسبة 3%، وعندها تقارب قيمة الشركة مبلغ 350 مليون دولار. يعرف بَفِت

أيضاً أن هوامش الشـــركة البالغة 10% لما قبل الضـــرائب تقلّ بشـــكل جيد عن وسطي هوامشـها المعروف تاريخياً والبالغ 15%، ويعـرف كذلك أن كاترين غراهام Catherine Graham كانت عازمة على أن تحقق شركة بوست هذه الهوامش ذات يوم. إذا تحسنت هوامش ماقبل الضرائب فبلغت 15%، زادت قيمة الشركة الحالية بمبلغ 135 مليون دولار فارتفعت بذلك قيمتها الذاتية إلى 485 مليون دولار.

ويلز فارغو

إن قيـمـة المصـرف تعـادل قيـمـة ممتلكاته المحسـوم منها محـمل المطاليب والمضاف إليها أرباحه المخطط لها كعمل مستمر. حين بدأت شركة بيركشيَر هاثاويه عام 1990 بشراء مصرف ويلز فارغو وصلت أرباح شركته في العام الذي سبقه إلى 600 مليون دولار، كما بلغ متوسط العائد السائد في تلك السنة على سندات الحكومة الأمريكية لثلاثين سنة حوالي 8,5%. نستطيع تطبيق حسم قدره 9% على أرباح مصرف ويلز فارغو البالغة 600 مليون دولار في عام 1989 كيْلا نشتطّ. فتكون قيمته 6,6 مليار دولار، وإذا لم تزد أرباحه أبداً عن 600 مليون دولار سنوياً خلال السنوات الثلاثين أضحت قيمته 6,6 مليار دولار على الأقل. حينما اشترى بَفِت ويلز فارغو عام 1990 دفع 58 دولاراً بالسهم الواحد، وهذا يعادل دفع مبلغ ثلاثة مليار دولار لقاء الشركة التي بلغ عدد أسهمها القائمة 52 مليوناً، وهو يمثل حسماً نسبته 55% من قيمتها.

تمَحْوَرَ الجدل الدائر في الأوساط الاستثمارية حينذاك حول وجود قوة ربحيّة في كيان ويلز فارغو بعد أخذِ جميع مشكلاته الناجمة عن الإقراض بعين الاعتبار، فأجاب الباعة على المكشوف بالنفي، لكن جواب بَفِت هو الإيجاب: فهو يعلم يقيناً أن امتلاك فارغو ويلز يحمل في طياته بعض المخاطر، ولكنه واثق بتحليله، ذلك أن تفكيره المتميِّز بالخطوة بعد الخطوة هو نمط جيد لكل من أراد أن يوازن عامل الخطر في أي استثمار.

انطلق بَفِت مما عرف. ظلّ كارل رايخارت Carl Reicherdt ـ رئيس مجلس إدارة ويلز فارغو حينئذ ـ مديراً للمصرف منذ عام 1983 وَحقق نتائج هائلة، حيث زادت الأرباح وعائدات الملكية عن المعدل. واحتلت كفاءات التشغيل موقعاً بين المراتب الأعلى في البلاد، كما أنه أنشأ محفظة قروض ذات قاعدة صلبة أيضاً.

أعمَلَ بَفِت فكرَه بعد ذلك بالوقائع التي قد تعرِّض الاستثمار للخطر وخرج باحتمالات ثلاثة، ثم راح يتصوَّر أمر حدوثها، وهذا في الواقع تدريب على الاحتمالات.

الخطر المحتمل الأول هزة عنيفة قد تسبب «هلاكاً مُدَمِّراً» ينصب على المتقرضين؛ وكذلك على مقرضيهم، والثاني أشد خطراً: «تدمير العمل بشكل منظَّم أو بسبب فزع مالي شديد جداً يؤدي إلى أخطار في كل مؤسسة مثقلة بالديون بصرف النظر عن ذكاء إدارتها». ولا يمكن غض البصر عن أي من الخطرين بشكل كامل بالطبع، لكن بَفِت توصل إلى ضعف احتمال حدوث أي من الخطرين، وذلك بناء على أفضل الأدلة.

والخطر الثالث الذي حظِي باهتمام السوق في تلك الأيام هو أن قيَم العقارات في الغرب سوف تتعثر بسبب التوسع في عمليات البناء وَ «إيقاع خسائر كبيرة بالمصارف التي موَّلت ذلك التوسع».[8] فما خطورة هذا الاحتمال؟

أغلب الظن لدى بَفِت أن انهياراً مؤثراً في قيَم العقارات لن يسبب مشكلة كبيرة لمصرف كبير مثل ويلز فارغو، وشرح ذلك بدايةً بقوله: «لنأخذ بعض الحسابات الرياضية» . لقد علم أن ربح المصرف السنوي بلغ مليار دولار قبل الضرائب وبعد تخصيص مبلغ 300 مليون دولار وتسجيله بمنزلة نفقات وسطية لتغطية الخسارة الناجمة عن القروض، ووضع نسبة 10% من أصل أموال المصرف البالغة 48 مليار دولار بمنزلة قروض. وهذه النسبة ليست للقروض التجارية على العقارات فقط بل لتغطية جميع قروض المصرف التي واجه

مشكلات بشأنها عام 1991، وأدت إلى خسائر اشتملت أيضاً على فوائد بمعدل 30% على أصل القروض. وما زال المصرف بعد كل ماجرى قادراً على تحقيق نقطة التعادل.

توصل بَفِت إلى أن احتمال حدوث هذا الأمر ضعيف، وحتى لو بلغ ربح المصرف صفراً في ذلك العام ووصل فقط إلى نقطة التعادل فلن يتعرض إلى الفزع المذهل، وخلص إلى أن «سَنة كهذه لن تفزعنا، لأننا نعدُّها مجرَّد احتمال ضعيف».[9]

تصاعدت حِدَّة الانجذاب نحو ويلز فارغو حينما أصبح بَفِت قادراً على شراء أسهم بحسم بلغ 50% على قيمتها، وقد أثمر رهانه، إذ وصل سعر سهم ويلز فارغو بحلول نهاية عام 1993 إلى 137 دولاراً، وهو يساوي ثلاثة أضعاف السعر الذي دفعه.

عليك بالشراء بأسعار جذابة

التركيز على الأعمال التي يمكن فهمها، والمتميِّزة باقتصاديات مستمرة تحت إدارة مديرين يُركِّزون اهتمامهم على المساهمين، أمر يمثل خصائص هامة على حدِّ قول بَفِت، لكنه وحده لن يكفل نجاح الاستثمار، ولهذا يجب عليه في المقام الأول أن يشتري بأسعار معقولة، وأن يكون أداء الشركة في المقام الثاني متوافقاً مع توقعاته الخاصة. وهذا أمر يصعُب التحكم به. أما من حيث الأمر الأول ـ أي إن لم تكن الأسعار مُرْضية ـ فليس أمامك إلا أن تُدْبِرَ عنها.

هدف بَفِت الرئيس تحديد الأعمال التي تكسب وسطي الأرباح المنوه عنه أعلاه، ومن ثم شراؤها بأسعار أقل من القيمة المبيَّنة. تعلَّم بَفِت من غراهام أهمية عدم شراء الأسهم إلا حين يكون الفرق بين سعرها وقيمتها يمثل هامش أمان. وهذا هو دَيْدَنه حتى اليوم، بالرغم من التشجيع الذي يلقاه من شريكه تشارلي مُنغَر Charlie Munger في رفع مدفوعاته بالشركات المتميِّزة.

> تظهر فرص الاستثمار العظيمة حينما تحيط بالشركات الممتازة ظروف غير عادية تؤدي إلى عدم تثمين الأسهم بالشكل الصحيح.[10]
>
> **وورن بَفِت، 1988**

يساعد مبدأ هامش الأمان بَفِت في ناحيتين: أولاهما أنه يؤمن له الحماية ضد خطر نزول الأسعار. فإذا حسب قيمة العمل بشكل يزيد قليلاً عن سعر السهم فيه عزف عن الشراء. ومَنطِق ذلك في أن ميل قيمة العمل الذاتية إلى الانخفاض قليلاً يؤدي في النهاية إلى هبوط في أسعار أسهمه، وربما يصل إلى أدنى من السعر الذي دفعه في السهم. أما حين يكون الهامش بين السعر والقيمة على درجة كافية من السَّعة فإن خطر تدني القيمة يتناقص. وإذا استطاع أن يشتري شركة بـ 75% من قيمتها الذاتية (أي بحسم قدره 25%) ثم انخفضت قيمتها بنسبة 10% ظلّ السعر الذي اشترى به يولِّد عائداً وافياً.

حالة عملية

لارسون ـ جول 2001

LARSON - JUHL , 2001

أنجز وورن بفت في أواخر عام 2001 صفقة وُدِّيَّة بالتراضي لشراء شركة لارسون ـ جول التي تبيع بالجملة مواد إطارات الصور حسب الطلب وذلك لقاء 233 مليون دولار عداً ونقداً، وقد تمثلت فيها أقصوصة بفت المفضلة:

فهي شركة متينة، واقتصادياتها جيدة وإدارتها قوية وسمعتها في سوق صنعتها ممتازة، إلا أنها مرّت بظرف عصيب قصير الأمد أدى بأسعارها إلى أن تصبح جذابة.

تميّز كريغ بونتسيو Craig Ponzio ـ صاحب الشركة بكاملها ـ بموهبة في التصميم وموهبة مماثلة في العمل، وعمل خلال دراسته في إحدى منشآت التصنيع العائدة لشركة لارسون بيكتشر فريم Larson Picture Frame، ثم انتهى به المطاف إلى شراء الشركة عام 1981 . وبعد سبع سنين اشترى شركتها المنافسة ـ جول باسيفيك Pacific Juhl وأنشأ منهما الشركة المعروفة اليوم باسم لارسون جول Larson-Juhl ـ التي بلغت مبيعاتها السنوية ثلاثة ملايين دولار حين ابتاعها عام 1981، وتضاعفت إلى 300 مليون دولار عام 2001 .

ذلك هو الأداء الذي يَفتن لبّ بَفت.

كذلك تعجبه هيكلية الشركة التشغيلية، فهي تصنع وتبيع المواد التي تستخدمها الدكاكين لتأطير الصور حسب الطلب بطرارات مزخرفة مصنعة من الخشب العاتم والزجاج وتشكيلة من المعدن. تعرض الدكاكين المحلية عيّنات من الطرازات المتنوعة المتوفرة، ولكنها لاتحتفظ بأي منها في مخزونها، بل تطلب الكمية والطراز وفق اختيار الزبون. وهنا تتألّق شركة لارسون ـ جول القادرة على تلبية الطلب في زمن قياسي عن طريق ثلاث وعشرين منشأة في أنحاء الولايات المتحدة، ويتم التسليم في معظم الحالات في اليوم التالي.

لاتجد كثيراً من هذه الدكاكين راغبة بتغيير المورِّد الذي يتميّز بهذا المستوى غير العادي من الخدمة بالرغم من الأسعار الأعلى. وهذا يعطي شركة لارسون ـ جول ميزة واضحة مستديمة على منافسيها يسميها بفت «الخندق».

وهناك ناحية تزيد من قوة «الخندق» تكمن في شهرتها الواسعة بتصنيع ألواح بالجملة. جرت العادة أن يطلب صاحب الدكان ألواحاً بقياس قدم واحدة، ثم يقصها حسب طلب الزبون، وإذا انشق اللوح أو ظهر فيه عيب عند قصه تعذّر لصق زواياه بإحكام. وهنا مفخرة الشركة إذ أن ألواحها تمكّن من تصنيع الزوايا بإحكام، وهذه الشهرة بالجودة لم تجعلها الشركة الأكبر في صَنعتها فحسب، بل الأكثر احتراماً أيضاً.

تبيع الشركة آلاف تصاميم ورسمات الأطر لزبائن ينوف عددهم عن ثمانية عشر الفاً، وهي أكبر الموردين في الولايات المتحدة، وتدير ثلاثاً وثلاثين منشأة في أوروبا وآسيا وأوستراليا.

والخلاصة أن شركة لارسون ـ جول تتمتع بالخصائص التي يبحث عنها بفت، فعملها بسيط ومفهوم وتاريخها طويل راسخ متوال، إذ تم تأسيسها قبل مئة عام، ولها مستقبل يمكن التنبؤ به ويتميز بتطلعات مستقبلية مشجعة. كذلك فمن غير المحتمل أن يخبو ـ بسبب التكنولوجيا ـ ألقُ صناعة الأطر بمكوناتها من ألواح وزجاج وخلفيات، وان يندثر طلب الزبون تأطير اللوحات الفنية.

لكن اهتمام بفت ظهر في هذا الوقت على وجه الخصوص بفعل الفرصة السانحة لشراء الشركة بسعرجذاب بسبب تدهور ربحيتها الذي يراه مجرد حالة عارضة.

في السنة المالية 2001 (المنتهية في اب / اغسطس) بلغت مبيعات لارسون ـ جول الصافية ٣١٤ مليون دولار، والنقد المتولد عن عملياتها 30,8 مليوناً، وهو اقل من الأعوام السابقة حيث بلغت المبيعات 361 مليوناً والنقد39,1 مليوناً عام 2000، والمبيعات 386 مليوناً عام 1999 . ويمكننا أن نتصور بصورة جيدة التحليل المالي الذي اجراه بفت للشركة من خلال معرفتنا بأسلوبه العام في حساب القيمة. فإذا استخدمنا معدل حسم ارباح السهم القياسي الذي يستعمله والبالغ 10% وعدلناه بوسطي النمو المنطقي البالغ 3% بلغت قيمة الشركة 440 مليون دولار عام 2001 (30,8 مليوناً مقسومة على {10-3%})، وعليه فإن الشراء بمبلغ 223 مليون دولار يمثل قيمة جيدة جداً، كما ان بفت مقتنع بسلامة اقتصادياتها، وأن الأرقام المتدنية هي مجرد استجابة مؤقتة لوضعها الاقتصادي المتعثر في ذلك الحين.

اتصلت شركة لارسون ـ جول بشركة بيركشير. كما هي الحال في غالب الأحيان ـ وليس العكس، ويصف بفت المحادثة بقوله: «رغم أنني لم اسمع باسم لارسون ـ جول قبل مهاتفة كريغ، لكن محادثة قصيرة معه جعلتني افكر بأننا يمكن ان نبرم صفقة. كان أميناً في وصف الشركة ومهتماً بالشاري وقد طرح سعراً واقعياً. وبعد يومين حضر كريغ ومديره التنفيذي ستيف ماكينزي Steve McKenzie إلى أوماها Omaha وتم التوصل إلى اتفاق خلال تسعين دقيقة».[12] واستغرقت كامل العملية بين الاتصال الأول وتوقيع العقد 12 يوماً فقط.

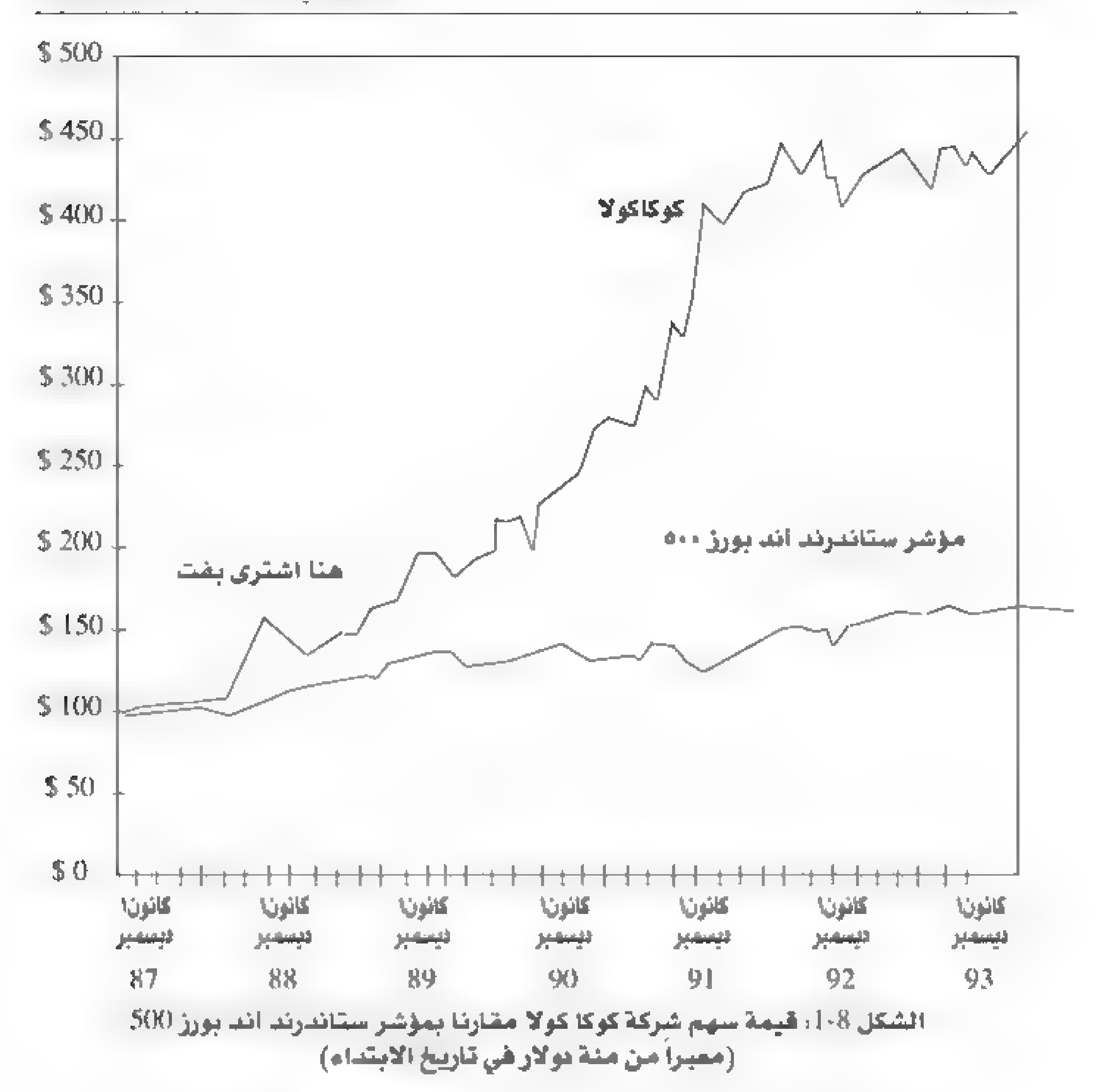
كذلك فإن هامش الأمان يوفر فرصاً لعوائد جزيلة على الأسهم. وإذا حدّد بَفِت شركة تعطي العوائد المذكورة أعلاه آلَت قيمة السهم فيها على المدى الطويل إلى التصاعُد. وإذا حققت شركة ربحاً متواتراً قدره 15% على حقوق المساهمين زادت قيمة سهمها في السنة بأكثر من سهم شركة تحقق 10%. وإذا تمكن بَفِت من شراء العمل المطروح في السوق باستخدام هامش الأمان بحسم جيد على قيمته الذاتية، كسبت شركة بيركشيَر مكافأة أكبر حين تقوم السوق بتصحيح سعر هذا العمل. يقول بَفِت: «السوق كالرّب تساعد الذين يساعدون أنفسهم، ولكنها تختلف عنه في أنها لاتغفر لمن يجهلون مايعملون».[11]

شركة كوكا كولا

منذ أن تسلم روبيرتو غويْزويتا Roberto Goizueta زمام أمور شركة كوكا كولا عام 1980 أضحى سعر سهمها يتزايد باضطراد كل سنة. وفي السنوات الخمس التي سبقت شراء بَفِت أول أسهمه فيها بلغ معدَّل تزايد سعر سهمها السنوي 18%، وتصاعد بشكل جيد جداً حيث تعذر على بَفِت شراء أيٍّ من أسهمها بسعر منخفض متعثر. ومع ذلك فقد ثابر على دفع السعر الأعلى، إذ ليست ثمة علاقة بين السعر والقيمةـ كما يذكّرُنا.

في حزيران / يونيو 1988 بلغ سعر سهم كوكا كولا عشرة دولارات (مقسَّماً ـ معدَّلاً)، وعلى امتداد الأشهر العشرة التالية استحوذ بَفِت على 93,400,000 سهم بسعر وسطي قدره 10,96 دولاراً ـ يعادل خمسة عشر ضعفاً من الأرباح واثني عشر ضعفاً من التدفق النقدي، وخمسة أضعاف القيمة الدفترية، مدفوعاً إلى ذلك بالمستوى غير العادي لشهرة الشركة الاقتصادية، ولاعتقاده أن قيمتها الذاتية أعلى بكثير.

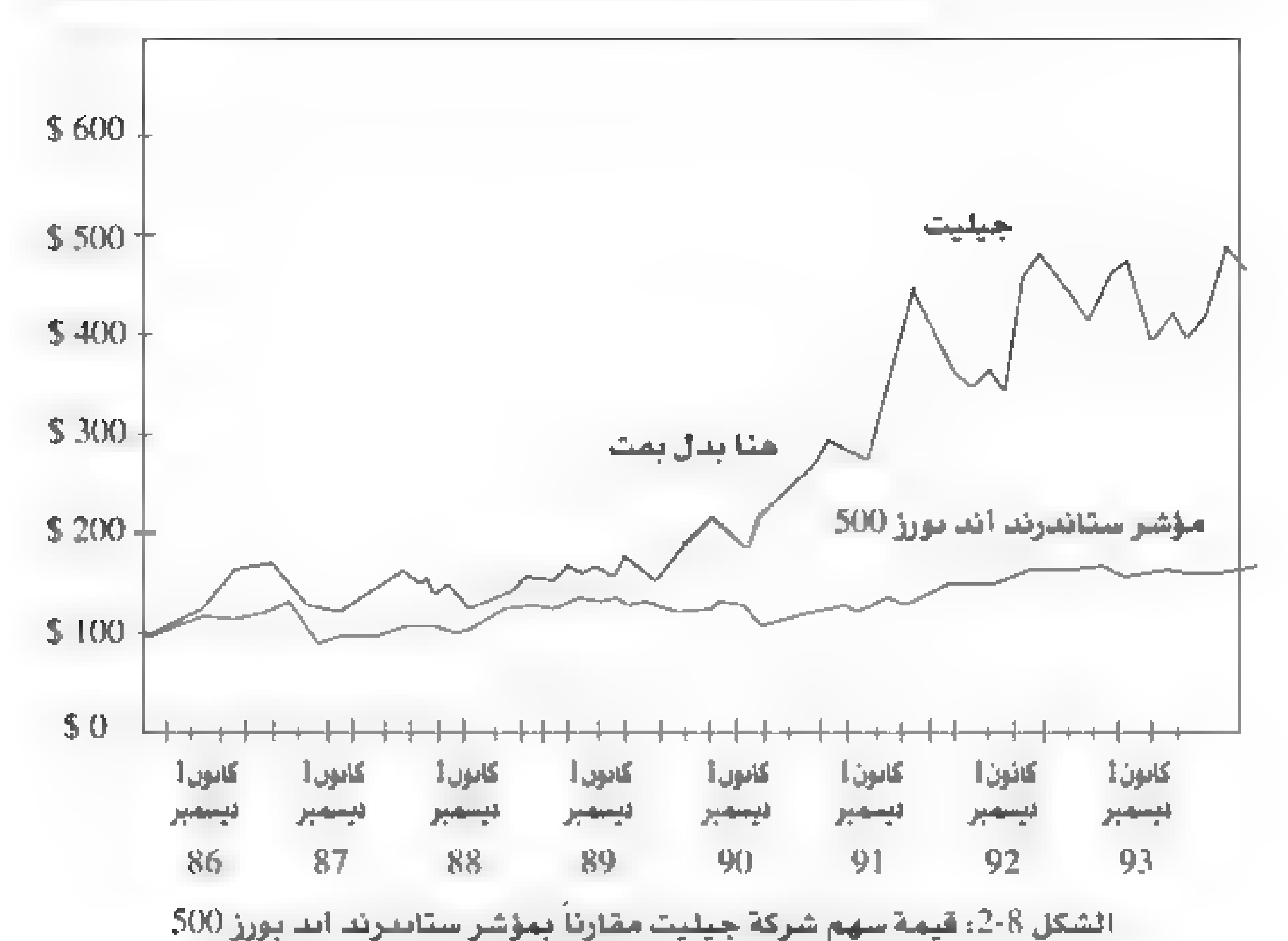
حين اشترى بَفِت أسهم شركة كوكا كولا وصل متوسط قيمتها السوقية عامي 1988 و1989 إلى 15,1 مليار دولار، لكنه مقتنع بأن قيمتها الذاتية أعلى ـ إذ تبلغ 20 مليار دولار (بفرض معدل نمو قدره 5%)، و 32 ملياراً (بفرض معدل



الشكل 8-1: قيمة سهم شركة كوكا كولا مقارنا بمؤشر ستاندرند اند بورز 500 (معبراً من مئة دولار في تاريخ الابتداء)

نمو قدره 10%)، و 38 ملياراً (بمعدل نمو قدره 12%)، وربما 48 ملياراً (بمعدل نمو قدره 15%). ولذلك فإن هامش الأمان عنده ـ أي نسبة الحسم إلى القيمة الذاتية ـ يمكن أن يصل إلى 27% بتحفظ أو يرتفع فيبلغ 70%. ولم تتغير قناعته بالشركة في الوقت نفسه: إذ راحت تتصاعد إمكانات تغلب سعر السهم على المعدل الموضوع من قِبَل السوق، وترتفع أكثر فأكثر (انظر الشكل 8-1).

فماذا فعل بَفت إذن؟ اشترت شركة بيركشيَر هاثاويه بين عامي 1988 و1989 أسهماً بأكثر من مليار سهم في شركة كوكا كولا شكلت 35% من محفظة أسهم بيركشيَر، وهي بمنزلة نقلة جريئة. حيث كان بَفت يعمل وفق أحد مبادئه الإرشادية: عليك بطرح رهان كبير حينما ترتفع إمكانات النجاح.



الشكل 8-2: قيمة سهم شركة جيليت مقارناً بمؤشر ستاندرند اند بورز 500 (معبراً من مئة دولار في تاريخ الابتداء)

شركة جيليت

بلغ متوسط ربح سهم شركة جيليت 27% بين عامي 1984 و1990. وقد كسب سهمها 48% عام 1989 وارتفع سعره بنسبة 28% عام 1990. وذلك قبل أن تحوِّل شركة بيركشيِّر أسهمها الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية بعام واحد (انظر الشكل8-2). وفي شباط / فبراير 1991 وصل سعر السهم إلى 73 دولاراً (قبل التقسيم) ثم سجل ارتفاعاً قياسياً. وفي ذلك الحين بلغ عدد أسهم جيليت القائمة 97 مليوناً. وازداد العدد إلى 109 ملايين حين حوَّلت بيركشيِّر أسهمها. وبلغت قيمتها في سوق الأوراق المالية 8,03 مليار دولار.

واعتماداً على فرضياتك الخاصة بنمو شركة جيليت، وحين تم التحويل كان سعرها في السوق محسوماً بنسبة قدرها 50% من القيمة (حيث النمو 15% في أرباح المالكين)، أو 37% (حيث النمو 12%)، أو 25% (حيث النمو 10%).

شركة واشنطن بوست

تبيّن أكثر حسابات القيمة تحفظاً أن بَفِت اشترى شركة واشنطن بوست بسعر لايزيد عن نصف قيمتها الذاتية، وهو يؤكد على أنه اشتراها بسعر يقلّ عن قيمتها بمقدار الربع. وفي كلا الحالتين أوفى بَفِت بفرضية بن غراهام Ben Graham في أن الشراء بحسم يولّد هامش أمان.

شركة ذ بامبرد تشيف

يُقال إن بَفِت اشترى غالبية أسهم الشركة لقاء مبلغ تراوح بين 800 ـ 900 ألف دولار. وهذا يعني ـ إذا اعتبرنا أن هوامش ماقبل الضريبة تعادل 20 ـ 25% ـ أن شراءها قد تم بنسبة تعادل 4.3 ـ 5 أضعاف دخلها قبل الضرائب، و 6.5ـ 7.5 أضعاف دخلها الصافي، وذلك على فرض أن جميع الأرباح خاضعة للضريبة.

حالة عملية
فرُت أوف ذَ لوم ، 2002
FRUIT OF THE LOOM, 2002

تقدمت شركة بيركشير عام 2001 بعرض لشراء قسم الملبوسات من شركة فرُت اوف ذ لوم (وهو جوهر عملها) بمبلغ 835 مليون دولار عداً ونقداً حين كانت تعمل عام 2001 تحت إشراف محكمة التفليسة. وكان جزء من اتفاق تفليستها يتطلب طرحها بالمزاد العلني لقاء عروض متنافسة. وفي كانون الثاني/ يناير 2002 أعلنت المحكمة أن شركة بيركشير هي العارض الفائز، على أن تذهب إيرادات البيع إلى الدائنين.

حين تقدمت شركة بيركشير بعرض الشراء كانت شركة فرُت أوف ذ لوم ترزح تحت أعباء ديون بلغ مجموعها 1,6 مليار دولار: منها 1,2 مليار إلى أصحاب ديون ممتازة بضمانات و 400 مليون لحاملي

السندات دون ضمانات، وقضى الاتفاق بأن يتلقى أصحاب الضمانات 73 سنتاً عن كل دولار من ديونهم وينال من لاضمانات لديهم عشرة سنتات.

بلغت قيمة أصول الشركة 2,35 مليار دولار قبيل إشهار التفليسة عام 1999 ثم خسرت أموالها خلال مرحلة إعادة هيكليتها. وهبطت قيمة اصولها إلى 2,02 مليار دولار بدءاً من 31 تشرين الأول / أكتوبر 2000 .

وعليه ـ وبعبارات بسيطة ـ فإن بفت اشترى شركة تمتلك أصولاً ملياري دولار بمبلغ 853 مليون دولار استخدمت لتسديد الديون المستحقة البالغة 1,6 مليار دولار.

لكن ذلك انطوى على ضربة مُعلِّم، فبعد ان أفلست شركة فرُت اوف ذ لوم بوقت قصير اشترت شركة بيركشير ديونها (المؤلفة من سندات وقروض مصرفية) بحوالي نصف قيمتها الاسمية، وقد استمر دفع الفوائد على الديون الممتازة خلال مدة التفليسة مما اكْسب شركة بيركشير عائداً بلغ حوالي 15%، والنتيجة أن بفت اشترى شركة مدينة له بالمال، وهاهي ذي تعيده إليه. وقد شرح ذلك فقال: «ارتفعت مقتنياتنا من الأوراق المالية بنسبة 10% من ديون شركة فرُت أوف ذ لوم الممتازة، وربما ينتهي بها المطاف إلى العودة علينا بحوالي 70% من قيمتها الاسمية، وقد خفضنا السعر الذي اشترينا به كامل الشركة بمبلغ بسيط وبصورة غير مباشرة من خلال هذا الاستثمار»[13]

وورن بفت هو واحد من القلائل الذين يستطيعون الإشارة بعبارة «مبلغ بسيط» إلى مبلغ 105 ملايين دولار . ولكن صافي مبلغ الشراء في حقيقته ـ وبعد أخذ دفعات الفائدة المذكورة بالحسبان ـ كان 730 مليون دولار فقط.

خلال دراسة عرض شركة بيركشير من قبل محكمة التفليسة طرح أحد محرري صحيفة اوماها وورلد ـ هيرالد *Omaha World-Herald* سؤالاً حول الصفقة على ترافيز باسكافيس Travis Pascavis احد المحللين الماليين في مورنينغستار Morningstar، فأجاب: إن الشركات المماثلة لشركة فرُت أوف ذ لوم تباع عادة بقيمتها الدفترية، وهي تبلغ في حالتها الراهنة 1,4 مليار دولار، وعليه فإن شركة بيركشير حصلت عليها بسعر مناسب جداً عندما عرضت مبلغ 835 (هو في النهاية 730) مليون دولار.[14]

وما من شك في أن الشركة بيعت بحسم هام إذا أخذنا في الحسبان نمواً في الايرادات قدره 25% أو يزيد، ودخلاً صافياً يُحوَّل إلى نقد يتراوح بين أي جزء من الأرباح ليصل إلى أضعاف هذه الأرباح وكذلك العائد الكبير جداً على رأس المال.

شركة كليتون هومز *Clayton Homes*

لم يكن شراء شركة كليتون هومز من قبل شركة بيركشيَر عملية سهلة لأن معركة قانونية نشبت بعدها بشأن سعر البيع.

ذلك أن عرض بَفِت المقدم بشأنها في نيسان / أبريل 2003 كان بسعر 12,50 دولاراً للسهم الواحد وهو يقع في النهاية الدنيا من السعر الذي وضعه المصرف قبل شهر واحد وتراوح بين 11,49 وَ 15,85 دولاراً، وقد أفادت إدارة الشركة إن الصفقة عادلة في ضوء هبوط الأسعار المفاجئ في السوق حينذاك، لكن مساهميها شنوا معركة في المحاكم قائلين إن عرض بيركشيَر يقل كثيراً عن سعر اسهمها الواقعي، وقال جيمس ج. دور James J. Dorr المستشار العام في شركة أوربيس إنفيستمنت مانجمينت المحدودة Orbis Investment Management Ltd التي صوَّتت إلى جانب معارضة الصفقة بموجب حصتها البالغة 5,4% من الأسهم: «الحقيقة أن وورن بَفِت ـ الذي أراد أن يشتري منكم ـ هو مَن يجب عليه أن يخبركم أنه كان ينبغي عليكم ألا تبيعوه؛ على الأقل بهذا السعر».[15] وربما يُعَدُّ هذا القول بحدِّ ذاته عن مستثمر للأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية تحية كبيرة جداً له.

دافع وورن بَفِت عن عَرْضه، وكتب حينما أدلى المساهمون بأصواتهم: «إن صناعة البيوت الجاهزة كانت في وضع سيء، ولسوف تستمر الشركات من أمثال شركة كليتون في مواجهة ظروف صعبة عند بحثها عن التمويل، ذلك أن الأخيرة بحاجة إلى تمويل سنوي قدره مليار دولار، وتواجه أيضاً مبيعات متهاوية».

من الواضح أن مجلس إدارتها وافق، لكن بَفِت ـ دلالة على التزامه تجاهها ـ أضاف أنه موّلها بمبلغ قدره 360 مليون دولار منذ أن تقدم بعرضه.[16] وفي النهاية ربح بَفِت وإدارة الشركة القضية ضد المساهمين بفارق بسيط جداً.

الجمع بين كل ماسبق

قال وورن بَفِت مراراً. إن الاستثمار في الأسهم بسيط بحد ذاته، إذ عليك أن تجد شركات يقوم على إدارتها أكفاء وأمناء وتباع بأقل مما تساوي في حقيقتها. وما من شك في أن الكثيرين ممن سمعوا وقرؤوا هذا القول على مرّ السنين ظنوا أنه «بسيط حقاً لو كنتَ أنت وورن بَفِت، لكنه ليس بهذه السهولة بالنسبة إلي.»

القولان صحيحان، لأن إيجاد هذه الشركات الكبرى يتطلب وقتاً وجهداً، وما ذلك بالأمر السهل، لكن الخطوة التالية ـ أي تحديد ما تساويه حقيقة بعد تنزيل المطاليب والأعباء كي تتمكن من معرفة مدى مصداقية السعر ـ أمر بسيط يشتمل على الغوص في المتغيرات الصائبة، وهنا المجال الذي تؤدي لك فيه مذاهب الاستثمار الموصوفة في هذه الفصول خدمة حسنة:

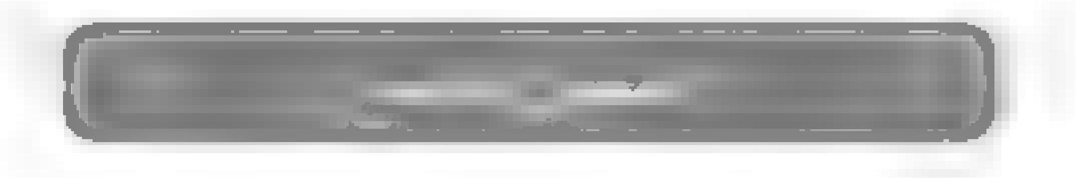
- مذاهب العمل تستبقي انتباهك مُركَزاً على الشركات التي يمكن التنبؤ بمُقدَّراتها بصورة نسبية، فإذا التزمت بالشركات ذات الماضي التشغيلي الراسخ المتوالي والتطلعات المستقبلية المُشجِّعة التي تنتج أساساً المنتجات نفسها للأسواق ذاتها استطعت أن تشكل صورة لما ستقوم به هذه الشركات في مستقبل أيامها، وينطبق هذا الأمر حينما تركز على الأعمال التي تفهمها، وإلا عجزت عن تفسير الأثر التي تحدِثه التطورات الجديدة.

- مذاهب الإدارة تستبقي انتباهك مُركَّزاً على الشركات التي تدار بصورة جيدة، إذ يمكن للمديرين الجيدين أن يصنعوا الأعاجيب في نجاح الشركة في مستقبل أيامها.

- مذاهب العمل والإدارة معاً توفر لك إحساساً طيباً بأرباح الشركة الخبيئة في مستقبل أيامها.
- المذاهب المالية تكشف لك النقاب عن الأرقام التي تحتاج إليها لتحديد قيمة الشركة الحقيقية.
- مذهبا استثمار القيمة يأخذان بيدك عبر الرياضيات الضرورية للخروج بجواب نهائي على السؤال التالي: هل هذه عملية شراء جيدة بناء على كل ما تعلمتَه؟

إن لمَذهبَي استثمار القيمة أثراً حاسماً. ولكن ينبغي ألا يُساورك القلق إن لم تكن قادراً على التصدي للمذاهب العشر الأخرى بصورة كاملة، وإياك أن تقف مكتوف الأيدي أمام الكثير من المعلومات، بل عليك أن تبذل كل جهد ممكن وتنطلق وتمضي قدُماً إلى الأمام.

●●●



الاستثمار في الأوراق المالية ذات الإيرادات الثابتة

لعل شهرة وورن بَفِت Warren Buffett في عالم الاستثمار تعود إلى قراراته الخاصة بالأسهم العادية، لكنه مشهور بشرائه القائم على مبدأ «شراء واستبقاء» مجموعات كبيرة من الأسهم في شركات مثل كوكا كولا Coca-Cola وأمريكان إكسبرِس American Express وواشنطن بوست Washington Post وجيليت Gillette. غير أن أنشطته لا تقف عند شراء الأسهم، بل تتعداها إلى شراء أوراق مالية ذات إيراد ثابت طويل وقصير الأجل. وهذا الشراء يمثل صنفاً يشتمل على النقد والسندات والأسهم الممتازة. والواقع أن الاستثمار ثابت الإيراد هو أحد مناهل بَفِت النظامية، مع شرط وجود فرصٍ لأدنى القيَم، كما هي عادته. فهو يبحث في أي وقت عن الاستثمارات التي توفر له أعلى العائدات بعد الضرائب. وقد اشتمل هذا البحث في السنوات الأخيرة على غزوات شنَّها على سوق الديون استهدفت سندات الشركات والسندات الحكومية والسندات القابلة للتحويل والأسهم الممتازة القابلة للتحويل وحتى السندات عالية المخاطر والعائد.

عندما ننظر في جوهر هذه العمليات ثابتة الدخل نجد أموراً تبدو مألوفة لأن بَفِت كشف لنا عن الأسلوب نفسه المُتخَذُ في استثمارات الأسهم، فهو يبحث عن الأمان والالتزام وأدنى الأسعار (المنخفضة). ويصر على الإدارة القوية الأمينة والتخصيص الجيد لرأس المال والقدرة الكامنة على تحقيق الربح، كما أن قراراته

لاتعتمد على الاتجاهات الآنيّة أو العوامل الناشئة عن توقيت السوق، بل هي استثمارات ذكية قائمة على فرص معينة يرى فيها أصولاً أو أوراقاً مالية تدنّت أسعارها.

وهذه السِّمة في طريقة بَفِت الاستثمارية لاتسترعي الكثير من انتباه الصحافة المالية، لكنها جزء حاسم في مجمل محفظة شركة بيركشيَر الاستثمارية حيث شكلت الأوراق المالية ثابتة الإيراد 20% من محتوياتها عام 1992، وارتفعت بعد 14 عاماً لتبلغ حوالي 30%.

والسبب في إضافة هذه الاستثمارات ثابتة الإيراد بسيط إذ تمتعت في وقت من الأوقات بأفضل قيمة، لكن بَفِت تحوّل في غالب الأحيان إلى شراء شركات بكاملها والاستحواذ على أوراق مالية ثابتة الإيراد، نظراً للنموّ المطلق لمحفظة بيركشيَر الاستثمارية والبيئة الاستثمارية المتغيرة التي تضم الأسهم المعروضة للتداول التي تجتذبه. وقد أشار في رسالته إلى المساهمين عام 2003 إلى الصعوبة البالغة في إيجاد أسهم بأدنى الأسعار بشكل لافت للنظر، وهي «صعوبة تتعاظم بسبب التمويل المتفاقم الذي يجب علينا أن ننثره».

كما شرح بَفِت في الرسالة ذاتها ـ عام 2003 ـ استمرار بيركشيَر في ممارسات تخصيص رأس المال التي انتهجتها في الماضي: «إذا أضحت أسعار الأسهم أرخص من أسعار الشركات الكاملة أقدمنا على شرائها بضراوة، وإذا أصبحت سندات مختارةٍ جذابةً كما حدث عام 2002، حمَلنا على هذه الأوراق المالية، ومهما كانت الظروف السوقية أو الاقتصادية فإنه ليُسعدنا أن نشتري أعمالاً تفي بمعاييرنا، وتتزايد درجة تفضيلنا لهذه الأعمال مع تزايد حجمها، ذلك أن راسمالنا لايُستخدَم اليوم بالشكل الكامل. وهذا أمر يحزننا ولكنه لايبلغ مدى حزننا حين نرتكب حماقات، (وأنا أتحدث عن خبرة)».[1]

إن وجود استثمارات ثابتة الإيراد إلى حدٍّ ما في محفظة بيركشيَر هاثاويه الاستثمارية بشكل دائم هو أمر ضروري، نظراً لتركيز الشركة على شركات التأمين التي يجب عليها استثمار بعض أصولها في أوراق مالية ذات إيراد ثابت

حتى تتمكن من الوفاء بالتزاماتها تجاه أصحاب عقود التأمين. ومع ذلك فإن بيركشيَر تستبقي في محفظتها الاستثمارية التأمينية نسبة من الأوراق المالية ثابتة الإيراد أقل مقارنة بغيرها من شركات التأمين.

لقد اتجه بَفِت ـ بوجه عام ـ إلى اجتناب الاستثمارات ذات الإيرادات الثابتة (خارج ما دعت إليه الحاجة من أجل محافظ التأمين) وذلك كلما خشي من التضخم الذي يتهدَّدها ويضعف من قوة المال الشرائية في المستقبل وقيمة السندات أيضاً. لم يشتر بَفِت سندات طويلة الأجل فقط رغم أن أسعار الفائدة في أواخر سبعينيات القرن العشرين وأوائل الثمانينيات، قاربت عوائد معظم الأعمال، بل ظل يفكر على الدوام بإمكان حدوث التضخم الجامح الذي لايمكن السيطرة عليه، وحينئذ ستفقد الأسهم العادية قيمتها الحقيقية لكن خسائر السندات القائمة ستكون أكبر. إن شركة التأمين التي تستثمر بكثافة في بيئة شديدة التضخم تكون عُرْضة لزوال قيمة محفظتها الاستثمارية عن بكرة أبيها.

ورغم أن تمازج تفكير بَفِت والسندات في جملة واحدة قد يكون جديداً عليكم، إلا أن من غير المدهش أن يطبِّق عليها ذات المبادئ التي استخدمها في تحديد قيَم الشركة أو الأسهم. فهو مستثمِر تحكمه المبادئ حيث يضع ماله في صفقة يرى فيها ربحاً خبيئاً، ويتأكد من أن ثمنها يتضمن المخاطر. وحتى في العمليات الخاصة بالإيراد الثابت نجد أن التطلعات المستقبلية لصاحب شركته تعني اهتمامه الشديد بإدارة الشركة المعنيَّة وقيَمها وأدائها. وهذا الأسلوب الذي يعامل «السند كالشركة» في مجال الاستثمار ذي الإيراد الثابت يكشف عن أمر ليس بالعادي أبداً لكنه يخدم بَفِت بشكل جيد.

السندات

الشبكة العامة لكهرباء واشنطن

عودة إلى عام 1973 حين قرَّر بَفِت أن يستثمر في بعض سندات الشبكة العامة لكهرباء واشنطن (الشبكة). وهذه العملية مثال واضح على تفكيره بشأن الأرباح المحتملة من شراء السندات مقارنة بالأرباح التي تأتي من شراء الشركة بكاملها.

أعلنت الشبكة* في 25 تموز / يوليو 1983 أنها عاجزة عن سداد التزام مالي يبلغ 2,25 مليار دولار وذلك بموجب سندات البلدية التي تستعمل لتمويل بناء مفاعلين نويين لما يكتملا بعد. ويُعرَفان باسم المشروعين الرابع والخامس. حيث قرَّرت حكومة الولاية أن سلطة الكهرباء المحلية غير ملزمة بأن تدفع للشبكة قيمة الكهرباء التي وعدتها بها في السابق إذ تبين في النهاية أنها لم تعد بحاجة إليها. وقد أدى هذا القرار إلى أكبر عجز في سندات البلدية في تاريخ الولايات المتحدة. كما نتج عن هذا العجز والكارثة المفاجئة التي تلته تعثرٌ في سوق سندات مَرافق الكهرباء العامة امتد سنوات عديدة. وتحرك المستثمرون بسرعة لبيع سندات هذا المرفق مما خفض السعر ورفع العائد الحالي.

ألقت هذه الحادثة الخاصة بمشروعي الشبكة الرابع والخامس بظلالها على مشرعاتها الأول والثاني والثالث. لكن بَفِت أدرك الفوارق الهامة بين الشروط والالتزامات الخاصة بالمشروعين من جهة وبالمشروعات الثلاثة الأخرى من جهة ثانية. فهي مرافق عاملة تحت سلطة مباشرة لوكالة حكومية هي إدارة كهرباء بونفيل Bonneville غير أن مشكلات المشروعين الرابع والخامس كانت على غاية من الشدة حيث تنبأ بعضهم أنها قد تضعف الثقة المالية بإدارة كهرباء بونفيل.

قدَّرَ بَفِت المخاطر الناجمة عن امتلاك سندات البلدية العائدة للشبكة والخاصة بالمشروعات الأول والثاني والثالث وأدرك وجود خطر كامن في إمكان عجزها. وآخر في احتمال تعليق سداد الفوائد فترة طويلة. إلا أن عاملاً آخر هو عدم معرفة السقف الذي ربما يبلغه سعر هذه السندات خلال دورة تداولها، ورغم أنه يستطيع شراءها بحسم على قيمتها الاسمية إلا أن قيمتها عند تاريخ استحقاقها يمكن أن تعادل مئة سنت فقط على الدولار.

* هنا أورد المؤلف هذه العبارة (تلفظ مجموعة الأحرف الأولى من اسم الشبكة العامة لكهرباء واشنطن «WPPSS» كما تلفظ كلمة Whoops)، وهي تعني «تعبيق النوم» (إضافة الى معان أخرى)، ورأيت ان أضعها كحاشية في أسفل الصفحة، ولا اوردها في النص الأصلي أعلاه لأنها لا تتفق ـ عند التعريب ـ في سخريتها مع سياق النص عند الترجمة (المعرّب)

وبعد وقت قصير من عجز المشروعين الرابع والخامس، قام مؤشر ستاندر أند بورز بتعليق تصنيفه سندات المشروعات الأول والثاني والثالث، فهبط أدنى سعر لقسائم سنداتها إلى أربعين سنتاً على الدولار الواحد، وأعطت إيراداً حالياً بلغ 15ـ17% خالي الضريبة، وأعلى سعر لتلك القسائم إلى ثمانين سنتاً مقابل الدولار لقاء إيراد مماثل. لم يجزع بَفِت من ذلك واندفع ـ بين تشرين الأول/ أكتوبر 1983 وحزيران / يونيو من العام التالي ـ في شراء سندات صادرة عن الشبكة تخص المشروعات الأول والثاني والثالث، وبحلول نهاية ذلك الشهر من عام 1984 بلغ مجموع السندات التي تملكها شركة بيركشيَر هاثاويه في هذه المشروعات 139 مليون دولار (من القسائم ذات السعرين الأدنى والأعلى) بقيمة اسمية مقدارها 205 ملايين دولار.

لقد استحوذت شركة بيركشيَر على عمل بمبلغ 139 مليون دولار لدى الشبكة يُتوقع أن يدرَّ 22,7 مليوناً في السنة بعد الضرائب (وهي القيمة التراكمية لقسائم الشبكة السنوية)، ويمكّن من تسديد هذه الإيرادات إلى الشركة عداً ونقداً كما شرح بَفِت ذلك، وبيَّن أيضاً أن هناك بضعة أعمال معروضة في ذلك الوقت يمكن أن تباع بحسم على قيمتها الدفترية، وتدرّ إيرادات تبلغ 16,3% بعد الضريبة على رأس المال غير المثقل بالديون. قدَّر بَفِت أنه يكلف شركة بيركشيَر مبلغ 250 ـ 300 مليون دولار إن اندفع إلى شراء شركة عاملة غير مثقلة بالديون تكسب 22,7 مليون دولار بعد الضريبة (أي 45 مليوناً قبلها)، وذلك على فرض أنه وجد شركة ينطبق عليها هذا التوصيف، ولو توفر له عمل قوي يفهمه ويحبه لدفع ذلك المبلغ عن طيب خاطر. لكنه أوضح أن الشركة دفعت في سندات الشبكة نصف ذلك المبلغ من أجل تحقيق المقدار نفسه من الإيرادات، كذلك فإنها اشترت العمل (والمقصود هنا السندات) بحسم مقداره 32% عن قيمتها الدفترية.

يعترف بَفت، في استذكار لما سبق، أن شراء سندات الشبكة أظهر أنه أفضل مما توقع، والحقيقة أن أداءها تفوّق على معظم استحواذات الأعمال التي تمت عام 1983. وقد باع سندات الشبكة ذات القسائم المنخفضة بعد أن تضاعفت أسعارها ـ وكان قد اشتراها بحسم جيد قارب قيمتها الاسمية ـ وفي الوقت نفسه أكسَبَت شركة بيركشيَر عائداً سنوياً خالياً من الضرائب بلغت نسبته 15-17%. «ورغم سعادتنا بالشبكة فإن خبرتنا معها لم تؤثر في تغيير رأينا السلبي بالسندات طويلة الأجل، بل جعلتنا نظن أننا ندخل في أمر بغيض كبير آخر يؤدي إلى سوء تقييمه من قبل السوق بشكل ملحوظ بسبب متاعبه».[2] كما قال.

شركة ار دجيه ار نابيسكو *RJR Nabisco*

في أواخر ثمانينيات القرن العشرين نزلت مطيّة استثمارية جديدة في ساح السوق المالية تحت اسم رسمي هو السندات عالية الإيراد، لكن معظم المُستثمرين في الماضي والحاضر اسموها السندات عالية المخاطر.

يرى بَفت أن السندات الجديدة عالية الإيراد تختلف عن سابقاتها «الملائكة الهابطة»؛ وهو الاسم الذي أطلقه على درجة الاستثمار في السندات التي هبطت في الأوقات السيئة ثم حطّت هيئات تصنيف السندات من قيمتها إلى درْك أدنى. كانت سندات الشبكة العامة لكهرباء واشنطن ملائكة هابطة، لكن السندات الجديدة عالية الإيراد، كما قال بَفت، ليست إلا مسخاً حراماً من الملائكة الهابطة وذات مخاطر عالية حتى قبل إصدارها.

استطاع سماسرة بيع الأوراق المالية في وول ستريت Wall Street أن يروّجوا لشرعية الاستثمار في السندات عالية المخاطر، عن طريق اقتباس من بحث سابق، أشار إلى أسعار فائدة أعلى تعوّض المستثمرين عن خطر عجز السندات عن سداد قيمتها، لكن بَفت جادل في أن إحصائيات العجز السابقة لامعنى لها لأنها قامت على مجموعة من السندات تختلف بصورة جوهرية عن السندات

عالية المخاطر التي يتم إصدارها في الوقت الراهن. وليس من المنطق ـ كما قال ـ أن نفترض أن السندات عالية المخاطر مطابقة للملائكة الهابطة. «وذلك خطأ يشبه الكشف عن نسبة الوفيات التاريخية بسبب معونة كول Kool-Aid قبل تعاطي خلطة الشراب المقدّمة في جونستاون Jonestown .»[3]

ومع انقضاء حقبة ثمانينيات القرن العشرين أضحت السندات عالية المخاطر أكثر خطراً حين أغرقت السوقَ بإصداراتها الجديدة. وعلّق بَفِت على ذلك بقوله: «أكوام من السندات عالية المخاطر التي يبيعها أشخاص لايهتمون بمَن لاتفكير لهم، وما أكثر كلتا الفئتين.»[4] وتنبأ في حمّى هذا الجنون أن مصير بعض المشروعات الراسمالية الحتمي هو الإخفاق حين اتضح أن الشركات الرازحة تحت عبء الديون كانت تناضل لتسديد دفعات الفوائد. فقد ظهر العجز عام 1989 في سندات شركتي ساوثمارك كوربوريشن Southmark Corporation وَإنتِغريتد ريسورسز Integrated Resources. وحتى إمبراطورية البيع بالتجزئة في أمريكا ـ شركة كامبو كوربوريشن Campeau Corporation التي قامت على سندات عالية المخاطر ـ أعلنت أنها تواجه صعوبات في تأمين الوفاء بالتزاماتها الناجمة عن الديون. وفي 13 تشرين الأول/ أكتوبر 1989 اشترت شركة يوآل كوربوريشن UAL Corporation كامل أسهمها من مساهميها، وأعلنت عن عجزها عن الحصول على التمويل ـ وهي التي كانت ستموّل بسندات عالية المخاطر. وتهدف إلى إنشاء اتحاد إداراتي بقيمة 6.8 مليار دولار ـ ثم باعت شركة آربيتراغورس Arbitrageurs حصتها من أسهم شركة يوآل، وهبط مؤشر داو جونز لأسعار أسهم الشركات الصناعية 190 نقطة في يوم واحد.

أدّت خيبة الأمل بصفقة شركة يوآل التي ترافقت بخسائر شركتي ساوثمارك وَإنتِغريتد ريسورسز بالعديد من المستثمرين إلى التساؤل عن قيمة السندات عالية المخاطر، وبدأ مديرو المحافظ الاستثمارية يغرقون السوق بمجموعات كبيرة من السندات عالية المخاطر التي يملكونها فانخفضت قيمتها بشكل حاد

مفاجئ لعدم وجود مَن يشتريها، وبعد أن ابتدأت السنة بأرباح هامة عاد مؤشر ميريل لينش Merrill Lynch للسندات عالية المخاطر المطروحة في السوق بنسبة تافهة بلغت 4,2% مقارنة بعائدات السندات الممتازة من الصنفين آ آ آ AAA و ب ب ب BBB البالغة 14,2%. وبحلول نهاية عام 1989 لم تكد تجد في السوق راغباً في التعامل بالسندات عالية المخاطر.

نجحت شركة كولبيرغ كريفيس أند روبيرتس Kohlberg Kravis & Roberts قبل سنة واحدة بشراء شركة آر دجيه آر نابيسكو RJR Nabisco بمبلغ 25 مليار دولار ممولة بشكل رئيس بقرض مصرفي و سندات عالية المخاطر. ورغم أن نابيسكو أوفت بالتزاماتها المالية حين كانت سوق السندات عالية المخاطر قوية، لكن سنداتها هذه انخفضت مع مثيلاتها. وهنا بدأ بَفِت يشتري سندات هذه الشركة عندما كانت تهبط أســــعارها في هذه الســوق خلال عامي 1989 و 1990 بسبب إعادة شرائها بعد أن بيعت على المكشوف.

لم تجتذب معظم السندات عالية المخاطر أية استثمارات خلال هذه الفترة، لكن بَفِت تبيَّن أن نابيسكو عوقبت بشكل جائر، ذلك أن منتجاتها كانت تولّد تدفقاً نقدياً يكفي لتغطية تسديدات ديونها، ونجحت في بيع قسم منها بسعر جذاب جداً فاستطاعت بذلك أن تخفف من نسبة ديونها إلى حقوق الملكية فيها. واستنتج ـ بعد أن حلّل الأخطار الكامنة في الاستثمار فيها ـ أن رصيدها أعلى مما أدركه كثير من المستثمرين الآخرين، الذين كانوا يبيعون سنداتهم التي كانت تعطي إيراداً قدره 14,4% (وهو عائد مناسب في عالم الأعمال)، لكن أسعارها المنخفضة أكثر مما يجب حملت أرباحاً راسمالية خبيئة.

وعلى ذلك فقد استحوذ بَفِت خلال عامي 1989 و 1990 على سندات شركة آر دجيه آر نابيسكو بأسعار محسومة قدرها ٤٤٠ مليون دولار، وأعقب ذلك إعلانها في ربيع عام 1990عن استرداد هذه السندات بافتدائها لقاء تسديد قيمتها الاسمية فارتفعت بنسبة 34%، وبذلك استفادت شركة بيركشيَر هاثاويه من أرباح راسمالية بلغت 150 مليون دولار.

شركة ليفل ثري كوميونيكيشن *Level 3 Communications*

ضاعف بَفِت خلال عام 2002 محفظته الاستثمارية ست مرات فبلغت قيمتها 8,3 مليار دولار بشرائه كميات كبيرة من السندات عالية الإيراد في عدد من الشركات، وقد حظيَت صناعة الطاقة بنسبة 65% منها، كما أن المبلغ الذي تم الشراء به من خلال شركات بيركشيَر هاثاويه التأمينية وصل إلى حوالي سبعة مليارات دولار.

وصَفَ بَفِت أفكاره حيال هذا الأمر في رسالته الموجهة عام 2002 إلى المساهمين إذ قال: «لاتعتقد إدارة شركة بيركشيَر أن المخاطر الراسمالية المترافقة بمَن أصدر هذه الصكوك تقلصت بشكل متناغم معها. «وهذه العبارة لم تأت من رجل لايحسب حساب (بل أسعار) المخاطر. وفي ذلك يُضيف: «تشارلي Charlie وأنا نمقّت المخاطرة مهما قلت درجتها إلا إذا وجدنا تعويضاً يقابلها بالشكل الوافي، أما عن المدى الذي سنبلغه في هذا المجال. فهو الحد الذي لانخرج فيه بخُفّي حُنين بحلول يوم انتهاء الصلاحية المُحدَّد».[5]

إن بَفِت ـ اضافة إلى تسعيره المخاطر ـ قام من الناحية النمودجية بشراء الأوراق المالية بقيمة تقل كثيراً عما تساوي، بل بالأسعار الأدنى، وانتظر إلى الوقت الذي تحققت فيه قيمة الأصول.

لكن الأمر المُحيِّر على وجه الخصوص في شراء هذه السندات هو أن بَفِت لم يكن في كل الاحتمالات ليشتريَ أسهماً راسمالية في العديد من هذه الشركات، لكن استثماراته عالية الإيرادات آتت أكلها عند نهاية عام 2003 فأثمرت 1,3 مليار دولار تقريباً في حين بلغ دخل الشركة الصافي 8,3 ملياراتٍ في ذلك العام. وعندما حلقت وارتفعت أسواق الإيرادات العالية تم استرداد أو بيع بعض هذه السندات، ولم يزد تعليق بَفِت حينذاك عن قوله: «طحالب الأمس تباع اليوم بسعر الزهور.»

في تموز / يوليو 2002 بلغ مجموع استثمارات ثلاث شركات 500 مليون دولار في سندات السنوات العشر الصادرة عن شركة ليفل ثري كوميونيكيشن Level 3 Communications، القائمة بمدينة برومفيلد Broomfield في كولورادو، لمساعدتها على إنجاز استحواذات وتحسين مركزها المالي. وذلك حين دفعت بيركشيَر هاثاويه (مئة مليون دولار) ولَيغ ميسون Legg Mason (مئة مليون دولار) ولونغليف بارتنرز Longleaf Partners (ثلاثمئة مليون دولار) لقاء قسائم بفائدة 9% سنوياً وبسعر تحويلي قدره 3.41 دولار.

إن الاستحواذ على شركات عالية التقنية غير مفضل لدى بَفِت في الأحوال العادية. فهو يعترف بصريح العبارة أنه لايعرف طريقة مناسبة لتثمين شركات «التكنولوجيا». كانت هذه العملية بمنزلة صفقة ثقيلة على شركة ليفل ثري Level 3، لكنها مدّتها بالأموال النقدية والمصداقية عند الحاجة. اما بَفِت فحصل على استثمار جزيل بلغ 9% وحصة في أسهم رأس المال، ونقِلَ عنه حينذاك قوله إن المستثمرين يتوقعون إيراداً من سوق الأوراق المالية يبلغ 7ـ 8% سنوياً، لكنه تقدم عليهم بإيراداته البالغة 9%.

ثمّة وجه آخر من خصائص بَفِت في هذه القصة تمثلَ في عنصر الاستقامة الإدارية القوي والعلاقات الشخصية. فشركة ليفل ثري Level 3 منبثقة عن شركة بيتر كيوِت صَنز Peter Kiewit Sons للبناء القائمة في أوماها Omaha، ويشغل وولتر سكوت الابن Waletr Scott Jr. منصب رئيس مجلس إدارتها الفخري ورئيس مجلس إدارة ليفل ثري في وقت واحد. وهو صديق بَفِت الذي حمل في غالب الأحيان لقب مُواطن أوماها الأول. فهو المحرك الرئيس وراء حديقة الحيوان ومتحف الفنون في المدينة ومعهدها الهندسي ومؤسسة ألعاب نيراسكا ومنتزهاتها، وهما مرتبطان بعلاقات شخصية ومهنية حميمة. ذلك أن وولتر عضو في مجلس إدارة شركة بيركشيَر. ويسكنان في منزلين قريبين جداً في ساحة كيوِت Kiewit.

لم تؤثر العلاقة بين سكوت وَ بَفِت سلباً على الصفقة رغم معرفته التامة بسكوت ومقامه العالي لديه، لأنه يريد استثماراً عادلاً وشفافاً. ولذلك أوكل مهمة إبرام الصفقة والتفاوض على شروطها إلى و. ميسون هوكينز O. Mason Hawkins رئيس مجلس إدارة شركة ساوثايستيرن أسِت مَنِجمِنت Southeast-ern Asset Management ومستشار شركة لونغليف بارتنرز.

وبعد سنة، وفي منتصف حزيران/ يونيو 2003 بدَّل بَفِت وَليغ ميسون وَلونغليف بارتنرز مبلغ 500 مليون دولار بأسهم عادية في شركة ليفل ثري بلغ مجملها 174 مليوناً (تشتمل على 27 مليون سهم إضافي بمنزلة حافز على التبديل)، (وسبَق لشركة لونغليف تبديل 43 مليون دولار خلال السنة ثم بدَّلت الباقي البالغ 457 مليون دولار في حريران/ يونيو).

تلقى بَفِت 36,7 مليون سهم. وفي حزيران/ يونيو باع 16,8 مليوناً منها بمبلغ 117,6 مليون دولار. وفي تشرين الثاني/ نوفمبر باع 18,3 مليون سهم إضافي بمبلغ 92,4 مليون دولار. مما لاشك فيه أن شركة ليفل ثري أحسنت في مجال تسديد ديونها، وأن بَفِت ضاعف أمواله في غضون ستة عشر شهراً. وفوق كل هذا وذاك فإن السندات التي حاز عليها أكسبته فوائد بلغت 45 مليون دولار وما زال يمتلك 1,644,900 سهم في شركة ليفل ثري أيضاً.

شركة كويست *Qwest*

في صيف عام 2002 اشترت بيركشيَر سندات صادرة عن شركة كويست كوميونيكيشنز Qwest Communications ـ وهي شركة على شفير الهاوية مُقامُها في دِنفَر Denver ومعروفة فيما سبق باسم يو إس وِست US West ـ وكذلك عن شركتها التابعة العاملة كوِست كوربوريشن Qwest Corporation. كانت شركة كويست حينذاك ترزح تحت ديون بلغت 26 مليار دولار وتهمك في إعداد بياناتها المالية عن أعوام 1999 وَ 2000 وَ 2001 وسط إشاعات بإفلاسها. وكان تداول سنداتها يتراوح بين 35 إلى 40 سنتاً على الدولار،

وسندات شركتها العاملة بثمانين سنتاً مقابل الدولار. كانت بعض السندات تعطي إيراداً بلغ 12,5%، وهي مدعومة ببعض الأصول، لكن بعضها الآخر من ذوات المخاطر الأكثر لم تكن مدعومة. إلا أن مشتريات بَفِت شملت الفئتين.

قال كثير من المحللين حينئذ: إن أصول شركة كويست ذات قيمة تكفي بَفِت لاسترجاع استثماراته في ظل سعر التداول الراهن. ولولا تسديد فوائد ديونها لامتلكت تدفقاً نقدياً كافياً. إذ تمثل أغلى أصولها بامتياز لخدمة هاتفية شملت أربع عشرة ولاية. لكنه اعتقد أن الشركة ماكانت لتعجز عن حل مشكلاتها لو كانت تحت إدارة ديك نوتنبيرت Dick Notenbaert مدير اميرتيك Ameritech السابق.

امازون.كوم Amazon.com

اشترى بَفِت سندات هذه الشركة عالية الإيراد بمبلغ 98,3 مليون دولار في تموز/ يوليو عام 2002 وذلك حين لم يكد يمر أسبوع واحد على رسالة المديح التي أرسلها إلى المدير التنفيذي جيف بيزوس Jeff Bezos لأنه قيَّد خيارات شراء الأسهم أو بيعها بمنزلة نفقات.

من الواضح أن بَفِت يُقدِّر المديرين الذين يُبدون استقامة وقيَماً أصيلة، وهو الذي دافع طويلاً من أجل اعتبار هذه الخيارات نفقات، ولعل الأمور لم تكن على هواه في عملية شراء سنداتها. بادر العاملون في شركة التأمين على مستخدمي الدولة GEICO، وهي إحدى شركات بيركشيَر العاملة في التأمين على السيارات، إلى تحقيق عائد قدره 16,4 مليون دولار كأرباح على استثمار السندات عالية الأداء بمعدَّل 17% خلال تسعة أشهر، وذلك إذا أعادت أمازون دوت كوم شراءً بقيمة 264 مليون دولار بموجب سندات دين ممتازة متوسطة الأجل صدرت عام 1998 . وفي وقت لاحق من ذلك الصيف دفع بَفِت 60,1 مليون دولار في شراء المزيد من سندات أمازون دوت كوم ذات المعدل $6^{7/8}$ والقابلة للتحويل. وبفرض أن

سعر سند الألف دولار يعادل (في الوقت الراهن) ستين دولاراً فإن الإيراد يساوي 11,46%. وسيرتفع الإيراد حين يحل وقت الاستحقاق لأن تسديدات الفائدة تصبح محسوبة فيه.

من المعروف جيداً أن بَفِت يلتزم بما يفهم ويبتعد عن التكنولوجيا، وقد اقتصر انخراطه في الإنترنت على ثلاثة أنشطة: شراء الكتب وقراءة صحيفة وول ستريت جورنال *Wall Street Journal* وممارسة لعبة البريدج bridge. وكان شديد السخرية باجتنابه التكنولوجيا من خلال رسالته إلى المساهمين عام 2000: «لقد استقبلنا القرن الحادي والعشرين بالدخول إلى الصناعات المنتظمة، مثل الآجرّ والسجاد والدهانات. فحاوِلوا أن تتحكموا بمدى إثارتكم».[6]

فلماذا اجتذبت سندات أمازون بَفِت إذن؟ أولاً ـ كما قال ـ «إنها رخيصة بشكل غير عادي» ، وثانياً إيمانه بازدهار الشركة اللاحق، ولعله لاحظ أنها تمتلك تاريخاً مماثلاً لاستثماراته الأخرى في شركات التجزئة. فهي تولّد عائداتها من خلال مبالغ هائلة من المبيعات بأسعار منخفضة وهي رابحة وذات كفاءة بالرغم من هوامشها المتدنية. وهو معجَب بالطريقة التي أنشأ بيزوس بها علامة تجارية عظيمة وبكيفية تجاوزه الأوقات العصيبة جداً التي مرّت بها الشركة.

المُراجحة

المُراجحة بعبارة بسيطة هي شراء ورقة مالية في سوق ثم بيعها بالوقت نفسه في سوق أخرى لتحقيق الربح من فروق الأسعار. فإذا كان سعر سهم شركة ما 20 دولاراً مثلاً في سوق لندن وسعره في سوق طوكيو 20.01 دولاراً أمكن للمُراجح أن يربح الفرق بين شراء أسهم الشركة في لندن وبيعها بسوق طوكيو في آن واحد. ولا توجد في هذه الحالة مخاطرة راسمالية، والمُراجح يربح من تفاوت الكفاءة بين السوقين فقط، وهذه تسمى ـ بصورة مناسبة ـ المُراجحة اللاخطرة لأن هذه العملية لاتنطوي على خطر. أما المُراجحة الخطرة فهي بيع ورقة مالية أو شرائها على أمل تحقيق الربح من قيمةٍ ما غير معلَن عنها.

يضم أكثر أنواع المُراجحة شيوعاً شراء سهم بحسم على قيمة مستقبلية ماتقوم عادة على أساس اندماج شركة أو تصفيتها أو تقديم عرض بشأنها أوإعادة هيكليتها. والخطر الذي يواجهه المُراجح هو احتمال ألا يتحقق سعر السهم الذي يُعلن في المستقبل.

يجب عليك أن تجيب على أربعة أسئلة أساس ـ كما يشرح بَفِت ـ كي تتمكن من تثمين فرص المُراجحة: «ماهو احتمال أن يتحقق الحدث الموعود على أرض الواقع؟ ماهي مدة احتباس أموالك؟ ماهو مدى حدوث فرصة أفضل، كعرض استحواذ منافس مثلاً؟ ماذا يحدث إذا تعذر وقوع الحدث بسبب فعل يتسم بعدم الثقة أو الخيانة، وغير ذلك؟».[7]

سلك بَفِت طريق المُراجحة، في غالب الأحيان، كطريقة لاستعمال أمواله النقدية الفائضة حين تواجهه مشكلة وفرة هذه الأموال أكثر من أفكار استثمارها، والمثال الجيد على ذلك هو عملية شركة أركاتا Arkata Corporation عام1981 عندما اشترى ماينوف على ستمئة ألف سهم حين كانت الشركة تشتري أسهمها من المساهمين بأموال مستقرضة. إلا أنه لم يلتمس سوى القليل من العمليات المالية الكبيرة في وقت، ربّما شارك فيه معظم المُراجحون بخمسين أو ستين عملية في السنة، لكنه حصر مشاركته في الصفقات التي أعلِن عنها بصورة ودية ورفض المضاربة في الاستحواذات الخبيئة المستقبلية أو التطلع إلى شراء كمية كبيرة من الأسهم بقصد بيعها بعلاوة إلى مُغير على شركة أو إعادة بيعها للشركة المستهدَفة.

رغم أن بَفِت لايحسب أداء المُراجحة على امتداد السنوات، إلا أنه قدّر أن شركة بيركشير حققت عائدات سنوية بلغ معدلها حوالي 25% قبل الضريبة، لكن شهيّته للصفقات تتقلب وفق مستوى الأموال النقدية المتوفرة لدى الشركة لأن المُراجحة تكون في الغالب بديلاً عن أدوات الدين الحكومية قصيرة الأجل.

غير أنه لايشتغل بالمُراجحة هذه الأيام على مدى واسع بل يفضل الاحتفاظ بالنقدية الزائدة بوضعها في أدوات الدين الحكومية وغيرها من الاستثمارات قصيرة الأجل التي يتم تحويلها إلى نقدية بسرعة أو بسهولة. كما يحتفظ في بعض الأحيان بسندات متوسطة الأجل معفاة من الضرائب كبدائل عن النقدية. ويدرك أن استبدال السندات متوسطة الأجل بأدوات الدين الحكومية قصيرة الأجل يعرضه لخطر خسارة القيمة الأصلية إذا اضطر لبيعها في ظروف غير مشجعة، لكنه يتصور أن الخسارة الخبيئة تعوّضها أرباح الإيرادات لأن هذه السندات المعفاة من الضرائب تقدّم عائدات أكبر بعد الضريبة.

ربما تساءل المساهمون عن سبب ابتعاد بَفِت عن المراجحة بعد أن حققت شركة بيركشيَر نجاحاً تاريخياً فيها. إن عائدات استثماراته باعتراف الجميع أفضل مما توقّع، لكن مُناخ المراجحة بدأ يتغير بحلول عام 1989، إذ خلَّفت الفوائض المالية التي أتاحتها سوق إعادة شراء الشركات لأسهمها بأموال مُقترَضة أجواء من الحماسة التي لايكبَح جماحها، ولم يكن بَفِت متأكداً من الوقت الذي يثوب فيه المقرضون والمشترون إلى رشدهم. فظل على الدوام يتصرف بحذر حين استهتر غيره، وكان ينسحب من عالم المراجحة حتى قبل شراء شركة يوآل UAL أسهمها من مساهميها في تشرين الأول / أكتوبر 1989، ولعل السبب الآخر يكمن في عدم وجود صفقات ذات حجمٍ يؤدي إلى تغيير حقيقي في محفظته الاستثمارية التي تضم عدداً هائلاً من الأوراق المالية.

وعلى كل حال، فإن انسحاب بيركشيَر من المراجحة أضحى أكثر سهولة مع بزوغ فجر الأسهم الممتازة القابلة للتحويل.

الأسهم الممتازة القابلة للتحويل

السهم الممتاز القابل للتحويل ورقة مالية مُهجَّنة، تحمل خصائص الأسهم والسندات في آن معاً، وهذه الأسهم على العموم توفر للمستثمرين دخلاً حالياً أعلى من الأسهم العادية، وتؤمِّن حمايةً ضد خطر هبوط السعر الحاد أيضاً. كما

أن الإيراد الأعلى للسهم الممتاز القابل للتحويل يمنع سعره من الهبوط إلى حد أدنى يماثل هبوط سعر السهم العادي. يهبط سعر السهم الممتاز، من الناحية النظرية، إلى أن يقارب إيراده قيمة السند غير القابل للتحويل الذي يعطي نفس الإيراد والثقة المالية وأجل الاستحقاق.

كما أن السهم الممتاز القابل للتحويل يعطي المستثمر الفرصة للمشاركة في ارتفاع أسعار الأسهم العادية الحاد الخبيء، ويرتفع بارتفاعها لأنه قابل للتحويل إليها، إلا أنه يُسَعَّر بعلاوة أعلى من السهم العادي لأنه يعطي إيراداً أكبر منه ويتميَّز بأرباح راسمالية خبيئة. وتنعكس هذه العلاوة في السعر الذي يتحول بموجبه إلى سهم عادي، وربما وصلت في الظروف النموذجية إلى 20 ـ 30%. وهذا يعني وجوب تحقق ارتفاع في الأسعار يبلغ 20 ـ 30% قبل أن يتحقق إمكان التحويل إلى أسهم عادية دون خسارة في القيمة.

استثمر بَفِت في الأسهم الممتازة القابلة للتحويل بنفس طريقته في السندات عالية الإيراد وكلما سنحت له فرصة أفضل من الاستثمارات الأخرى، ففي أواخر ثمانينيات القرن العشرين وتسعينياته أنجز عدة استثمارات في هذه الأسهم، اشتملت على سالومون برَظَرز Solomon Brothers وَ جيليت Gillette وَ يو إس إير US Air وَ تشامبيون إنترناشنال Champion International وَأمريكان إكسبرِيس American Express.

كانت مجموعات الاستهداف تتعرض للعديد من هذه الشركات، وأصبح بَفِت يُعرَف باسم «الفارس (على الحصان) الأبيض» الذي ينقذها من الغزاة الأعداء، وربما لم يُدرك أنه المنقذ الشهم، فقد رأى في هذه المشتريات استثمارات طيبة تخبئ في ثناياها أرباحاً عالية، كما أن أسهم هذه الشركات الممتازة قدَّمت له عوائد أعلى مما استطاع أن يجد في أي مكان آخر.

عرف بَفِت بعض الشركات التي تصدر أوراقاً مالية ممتازة، لكنه في أحيان أخرى لم تكن لديه بصيرة نافذة في عملها حيث يستشرف ما سيكون عليه تدفقها النقدي في المستقبل ـ مهما كانت مصداقية ذلك. إن عجزه عن التنبؤ ـ

على حد قوله ـ هو الذي جعله يُركّز استثمار شركة بيركشيَر على الأسهم الممتازة القابلة للتحويل بدل الأسهم العادية. ورغم احتمالية التحويل فإن القيمة الحقيقية للأسهم الممتازة في نظره هي ميزاتها الخاصة بالدخل الثابت.

غير أن ثمة استثناء واحداً هو مِدامِريكان MidAmerican، الذي ضمّ عملية متعددة الوجوه اشتملت على أسهم ممتازة وعادية ودين أيضاً، وهنا يقيِّم بَفِت الأسهم الممتازة لِدخلها الثابت ولحصّته من الأسهم التي تمكنه من التصويت في المستقبل.

مِدامِريكان MidAmerican

في الرابع عشر من آذار / مارس 2000 استحوذت شركة بيركشيَر على 34,56 مليون سهم ممتاز قابل للتحويل اضافة إلى 900,942 سهماً عادياً في شركة مِدامِريكان إنِرْجي هولدينغز MidAmerican Energy Holdings Company ـ وهي مِرفق للغاز والكهرباء مقيمة في مدينة دي مْوَان Des Moines ـ لقاء 1,24مليار دولار تقريباً أو مبلغ 35,05 دولاراً للسهم الواحد. وبعد سنتين: في آذار / مارس 2002، اشترت 6,7 مليون سهم ممتاز أخرى قابلة للتحويل بمبلغ 402 مليون دولار، فزادت بذلك مُقتنياتها في شركة مِدامِريكان عن 9% من حق التصويت وزادت قليلاً عن 80% من المنافع الاقتصادية.

ومنذ عام 2002 استحوذت شركة بيركشيَر وبعض من شركاتها التابعة على حوالي 11% من أوراق مالية ممتازة في صندوق استثمار غير قابلة للتحويل بقيمة تقريبية بلغت 1,728 مليون دولار، منها 150 مليوناً، تم استردادها في آب / أغسطس 2003 . وكانت ثلاثمئة مليون دولار إضافية قيد الاستثمار من قبل ديفيد سوكول David Sokol رئيس مجلس إدارة شركة مِدامِريكان ومديرها التنفيذي وَ كذلك وولتر سكوت Walter Scott أكبر فرد مساهم فيها. والحقيقة أن وولتر هذا هو الذي اتصل ببَفِت فكان أن تمت أول صفقة رئيسة بينهما طوال فترة صداقتهما التي امتدت خمسين عاماً.

إن السعر الذي دفعه بَفِت بشركة مِدأمِريكان قارب الحد الأدنى على المقياس والذي قالت التقارير: إنه تراوح بين 34 و 48 دولاراً بالسهم الواحد، وبذلك تمكن من تحقيق شيء من الحسم، إلا أنه ألزم نفسه وشركة بيركشيَر معه في أمر نمو شركة مِدأمِريكان المستقبلي إلى درجة اضطر معها إلى دعمها في استحواذها على خطوط أنابيب وصلت قيمتها إلى 15 مليار دولار، وساعدها على شراء خطوط أنابيب من تجار يعملون في مجال الطاقة، واضطروا إلى بيعها بأسعار منخفضة وذلك كخطوة على طريق استراتيجيتها التنمَوية.

إلا أن حالة شراء واحدة تمت بشكل شبه فوري. ففي آذار / مارس 2002 اشترى بَفِت مشروع كيرن ريفر Kern River لنقل الغاز الطبيعي ـ الذي ينقل 850 مليون قدم مكعب من الغاز يومياً إلى مسافة تزيد عن 935 ميلاً ـ من شركة ويليامز Williams Company القائمة في تلسا Tulsa، ودفع 960 مليون دولار اشتملت على تحمّل دين ونفقات استثمارية إضافية قدرها مليار دولار.

تابعت شركة مِدأمِريكان مسيرتها فاستحوذت من شركة دينجي Dynegy في وقت لاحق من عام 2002 على خط نورثيرن ناتشرال Northern Natural لنقل الغاز الطبيعي لقاء سعر مناسب جداً بلغ حوالي 900 مليون دولار مضافاً إليه تحمّل دين. ثم أعلنت بيركشيَر في أوائل كانون الثاني / يناير 2004 أنها قدّمت ملياري دولار لقاء حوالي 30% من تكاليف خط أنابيب الغاز الطبيعي الجديد الذي يربط آبار الغاز الإحتياطية الكائنة في نورث سلوب North Slope في ألاسكا Alaska بعضها ببعض، مما يرفع احتياطي الولايات المتحدة بحوالي 7%، وأعلن سوكول ـ رئيس مجلس إدارة شركة مِدأمِريكان ـ أن هذا الاستثمار كان سيرهقها لولا مساعدة بَفِت.

وفي عملية أخرى، تصبّ في الخانة نفسها، اشترت شركة إم إي إتش سي إنفستمنت MEHC Investment Inc ـ وهي إحدى شركات بيركشيَر التابعة ـ أسهماً ممتازة في شركة ويليامز Williams بمبلغ 275 مليون دولار، وهذه

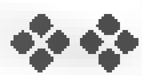
الأسهم الممتازة لاتتمتع عادة بحق التصويت مع الأسهم العادية عند انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، لكن بيركشيَر هاثاويه فازت في هذه الصفقة بحق انتخاب 20% من أعضاء مجلس إدارة شركة مِدأمِريكان. وحق الموافقة على بعض العمليات الهامة.

وفي وقت لاحق من الصيف قدَّم بَفِت بالإشتراك مع شركة ليمان برَظَرز Lehman Brothers إلى شركة ويليامز ديناً ممتازاً، مدته سنة واحدة، بلغ تسعمئة مليون دولار بعلاوة 19% وبضمانة غالبية أصول النفط والغاز لدى شركة بَرِت ريسورسز Barrett Resources التي استحوذت عليها شركة ويليامز أصلاً بمبلغ 2,8 مليار دولار. وقد قيل إن قرض بَفِت هو جزء من سلّة بلغت 3,4 مليار دولار من النقدية والديون كانت هذه الشركة بحاجة إليها كي تدفع عن نفسها الإفلاس حين كانت تخضع لعملية تحديد درجتها من قبل هيئات التصنيف. كانت شروط الصفقة قاسية ومثقلة بشروط ورسوم قيل إنها سترفع من الفائدة على الصفقة إلى 34%، ومع ذلك فهي ليست مجرّد معونة أسداها بَفِت لشركة قيد التصنيف كي تخرج من وضع حرج فحسب، بل حماية لنفسه من الخطر الكبير المتمثل بهذا الوضع أيضاً.

ورغم أن شركة مِدأمِريكان لم تكن غزوة بَفِت الوحيدة على صناعة الطاقة المحاصرة حينذاك، لكنها مثلت استثماراً معقداً متعدد الوجوه، فقد رأى أنها شركة تساوي أكثر من قيمتها السوقية الراهنة إذ عرف أن إدارتها ـ التي ضمت وولتر سكوت وديفيد سوكول ـ تعمل بمصداقية واستقامة وذكاء، وأن صناعة الطاقة قد تكون في نهاية المطاف عملاً مستقراً يأمل في أن يزيد استقراراً وربحية.

اشترى بَفِت في شركة مِدأمِريكان استثماراً ثابت الدخل مع حقوق مساهمين خبيئة، وسلك ـ كما كانت حاله في سائر استثماراته ـ سبيلاً للتملك المتميّز، فألزم نفسه بعملية نمو الشركة. لقد كسب بعض المال من خلال استثماراته ثابتة

الدخل في شركة ويليامز تحت حماية تعهدات ومعدلات عالية وأصول (شركة بَرت ريسورسز). وتبيَّن بحلول تشرين الأول / أكتوبر 2003 أن شركة مِدأمِريكان قد نمَت فأضحت ثالث أكبر شركة لتوزيع الكهرباء في المملكة *المتحدة وأنها توزع الكهرباء على 689 ألف شخص في ولاية أيُوا Iowa، وأن خطوط أنابيب كيرن ريفر Kern River و نورثيرن ناتشرال Northern Natural تنقل حوالي 7,8% من الغاز الطبيعي في الولايات المتحدة، وبلغت حصيلة دخلها 19 مليار دولار تقريباً من الأصول وَ ست مليارات كايرادات سنوية من خمس وعشرين ولاية والعديد من الأقطار الأخرى. وانها ولّدت لشركة بيركشيَر هاثاويه حوالي ثلاثمئة مليون دولار في السنة.



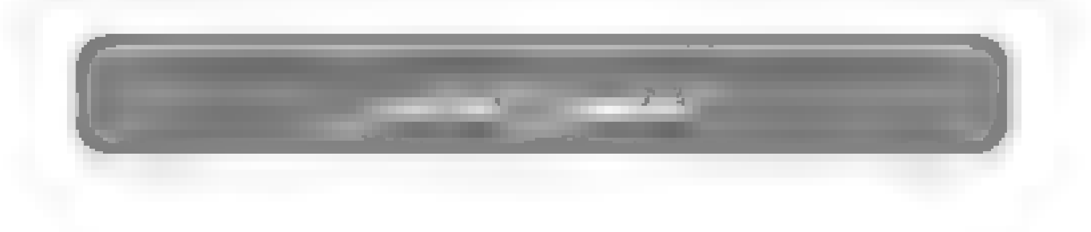
ولا بدّ من التنويه إلى أن بَفِت يرى الأسهم الممتازة القابلة للتحويل ـ في المقام الأول ـ بمنزلة أوراقٍ مالية ذات إيراد ثابت وانها في المقام الثاني أدوات لزيادة أسعارها، ولهذا لايمكن أن تقل قيمة مُقتنيات شركة بيركشيَر من هذه الأسهم عن قيمة أية أسهم مشابهة غير قابلة للتحويل، وربما زادت عنها بسبب حقوق التحويل.

يُعَدُّ بَفِت من قبل كثيرين أعظم مستثمر أوراق مالية تباع بأقل من قيمتها الحقيقية في العالم، وهذا يعني أساساً شراء أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى وشركات بكاملها لقاء مبالغ تقل كثيراً عن قيمتها الحقيقية ومن ثم الانتظار إلى أن تتحقق قيمة الأصول. ولذلك يطبق المبادئ نفسها في كل الحالات سواء كانت أسهماً لشركات أمريكية مرموقة أم ديوناً عالية الإيراد على شركات، ذلك أن مستثمر القيمة يذهب حيث تكون الصفقات.

* وردت في الأصل: المملكة المتحدة United Kingdom (المعرِّب)

ورغم ظن الناس أن بَفِت مستثمر منذ أمد بعيد في الأسهم العادية لكنه يتمتع بالمقدرة على التحمل والمقاومة ويمتلك من رؤوس الأموال مايُمَكنه من خوض غمار الصناعات المُحاصَرة والتقاط لآلئها من بين الأنقاض، فيختار شركات معيَّنة مديروها أمناء أذكياء ومنتجات تولّد مداخيل نقدية، ويختار أيضاً أدوات استثمارية تحقق الأفضل مع مرور الوقت. ربما أصاب، لكنه يعترف حينما يخطئ، ولقد أصاب تماماً كما تبيَّن في قراره التحرك بقوة إلى أدوات الدخل الثابت عامي 2002 و 2003، ووصلت الأرباح التي تحققت عام 2002 لشركة بيركشيَر إلى مليار دولار، وتضاعفت خلال عام 2003 ثلاث مرات إلى 2,7 مليار.



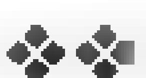


إدارة محفظتك الاستثمارية

درسنا ـ وصولاً إلى هذا الفصل ـ أسلوب وورن بَفِت Warren Buffett في اتخاذ قرارات الاستثمار القائمة على مبادئ لازمنية، تمت صياغتها في اثني عشر مذهباً، ورأيناه في معرض تطبيقه لهذه المبادئ في شراء الأسهم والسندات، والاستحواذ على الشركات، وأمضينا الوقت في إدراك إيحاءات الآخرين في المساعدة على صياغة فلسفته الاستثمارية.

لكن اتخاذ القرارات بشأن الأسهم التي يجب شراؤها هو نصف القصة، كما يعرف ذلك كل مستثمر، أما نصفها الثاني فهو العملية المستمرة في إدارة المحفظة الاستثمارية وتعلّم كيفية مُجاراة التقلبات العاطفية التي لابُدَّ مُصاحِبَة لهذه القرارات.

فلا غَرْوَ إذن أن تدلنا في هذا الفصل سِمَة وورن بَفِت القيادية على الطريق.



قدَّمت لنا هوليوود Holywood صورة حيّة لمدير المال: فهو يتحدث على هاتفين في آن معاً ويسجل ملاحظات كالمسعور في محاولته استبقاء بصره مُركزاً على شاشات الحواسب التي تومض وتبرق أمامه من جميع الاتجاهات، وتشد يدُه شعرَه كلما أظهرت إحدى هذه الشاشات انخفاضاً طفيفاً في أسعار الأسهم.

إن وورن بَفِت أبعد الناس الذين نتخيلهم عن هذا الجنون، فهو يتحرك بهدوء نابع من الثقة العظيمة، وما به من حاجة إلى مراقبة العديد من شاشات الحواسب في آن واحد، فمعرفة تغيّرات السوق اللحظية لاتعني له شيئاً لأنه لايفكر بالدقائق ولا بالشهور بل بالسنين، ولا يحتاج إلى مجاراة المئات من الشركات، لأن استثماراته مُركَّزة في النخبة المختارة منها، وهذا الأسلوب ـ الذي يدعوه «الاستثمار المُركَز» ـ يُسهل العمل في إدارة المحفظة الاستثمارية إلى حد كبير.

> **«نحن نركِّز فقط على حفنة من الشركات المُبرِزة، وما نحن إلا مستثمرون مركزون».[1]**
>
> **وورن بَفِت، 1994**

الوضع الراهن: الاختيار بين استراتيجيتين

يبدو أن الوضع الراهن، لإدارة المحفظة الاستثمارية التي تمارَس من قبل كل واحد، قد دخل لعبة شد الحبل بين استراتيجيتين متنافستين: إدارة المحفظة الاستثمارية الفاعلة وَالمؤشر الاستثماري.

إن مديري المحافظ الاستثمارية الفاعلة دائبون على العمل باستمرار في شراء عدد هائل من الأسهم العادية وبيعها لأن وظيفتهم تكمُن في المحافظة على رضى زبائنهم، مما يعني أن يتفوّق أداؤهم دائماً على أداء السوق حيث يكون بمقدور الزبونة تطبيق المعيار الواضح في أي يوم من الأيام لترى مدى ما أنجزته «محفظتي» الاستثمارية مقارنة باجمالي السوق ولتجد الجواب إيجابياً فتستبقي أموالها في الصندوق الاستثماري، وهؤلاء المديرون يحاولون استقراء ماسيحدث للأسهم في غضون الأشهر الستة القادمة، واستحلاب المحفظة الاستثمارية للاستفادة من تنبؤاتهم محافظة منهم على موقعهم الاستثماري العالي.

الاستثمار المرتبط بمؤشر من الناحية الأخرى أسلوب سلبي يقوم على الشراء والإمساك، ويشتمل على تجميع محفظة أسهم عادية متنوعة مصنفة بتأنٍّ لمحاكاة سلوك مؤشر معياري معيّن، مثل ستاندرد أند بورز Sandard & Poor's 500، والاحتفاظ بها. وأبسط طريقة لبلوغ هذا الهدف وأكثرها شيوعاً حتى اليوم هي الاستثمار من خلال صندوق استثمار مشترك مرتبط بمؤشر.

لطالما شنَّ أنصار الأسلوبين الحملات ليبرهنوا على بيان أيهما يعطي في نهاية المطاف العائد الاستثماري الأكبر.

يجادل مديرو المحافظ الاستثمارية الفاعلة بأنهم يستطيعون ـ بفضل مهاراتهم الفائقة في التقاط الأسهم ـ أن يتفوقوا على أداء أي مؤشر. أما المتخصصون باستراتيجيات المؤشرات من ناحيتهم فلا يتمتعون بخبرة واسعة. لقد بيّنت نتائج دراسة متوالية خلال فترة امتدت عشرين سنة ـ بين عامي 1977 وَ 1997 ـ ان عدد الصناديق الاستثمارية التي تمكنت من التفوق على مؤشر ستاندرد اند بورز 500 قد هبط بشكل مأساوي من 50% في السنوات الأولى إلى مجرد 25% في السنوات الأربع الأخيرة، وأن عدد الصناديق التي تدار بفاعلية تدنى في مجاراة السوق فوصل إلى 90% منذ تشرين الثاني/ نوفمبر 1998 (وتدنت مُعدَّلاتها بنسبة 14% عن مؤشر ستاندرد اند بورز 500)، وهذا يعني أن نسبة المتفوقين عليه هي 10% فقط.[2]

إن إدارة المحافظ الاستثمارية الفاعلة ـ كما تمارَس اليوم على وجه العموم ـ تتمتع بفرصة ضئيلة جداً للتفوق في أدائها على المؤشر، وذلك لسبب أول، هو أنها أسيرة فرضية مهزوزة جداً: إشترِ اليوم كل ما يمكن التنبؤ بقابليته للبيع بربح دون النظر إلى ماهيته، وفي هذا المنطق مَقتلهُ، لأن التنبؤات مستحيلة في ظل تعقيدات عالم المال. والسبب الثاني أن هذا المستوى العالي من الفاعلية يترافق مع مصاريف الصفقة فيأكل صافي عائدات المستثمرين. وحينما نعكس ذلك على النفقات ـ بصورة عاملٍ ـ يتضح أن شركة إدارة الأموال الفاعلة قد حفرت قبرها بيديها.

التعاملُ من خلال مؤشر أفضلُ بوجوه عديدة من المحافظ الاستثمارية الفاعلة، لأنها لاتشتمل على نفقات مُعادِلَة، غير أن أفضل الصناديق ذات المؤشر والعاملة في ذروتها لن تقدم لك سوى عائدات السوق الاجمالية. وأكثر ما يمكن أن يفعله المستثمرون فيها لن يتفوق على أداء السوق زيادة أو نقصاناً.

يجب أن يطرح المستثمرون الأذكياء السؤال التالي على أنفسهم: هل أنا راضٍ بالمعدل الوسطي؟ هل أستطيع أن أعمل بشكل أفضل؟

اختيار جديد

لو أتيح لوورن بَفت مجال الاختيار بين أسلوبي الاستثمار الفاعل والاستثمار في صندوق بمؤشر لاختار الأخير دونما تردد. وهذا خير بصورة خاصة على المستثمرين الذين يتمتعون بمقدار ضئيل من التسامح بالمخاطرة، وعلى الأشخاص ذوي المعرفة البسيطة باقتصاديات العمل ولكنهم مع ذلك يريدون المشاركة بالمزايا طويلة الأمد للاستثمار في الأسهم العادية.

يقول بَفت بطريقته التي لايمكن تقليدها: «يستطيع المستثمر الجاهل أن يتجاوز بأدائه في الحقيقة أداء أكثر العاملين في الاستثمار، وذلك بطرح استثماراته المُنتظمة في صندوق استثماري ذي مؤشر».[3] إلا أن بَفت يسارع إلى التنويه بوجود بديل ثالث: وهو نوع مختلف جداً من استراتيجية المحافظ الاستثمارية الفاعلة، ويزيد بشكل واضح من احتمالات تخطي المؤشر. وهو الاستثمار المُركز.

الاستثمار المُركز: الصورة الكبيرة

الاستثمار المُركز ـ في أبسط صوره ـ يعني اختيارك حفنة من الأسهم التي يحتمَل أن تولد عائدات تزيد عن المعدَّل على المدى الطويل، وتركز الحجم الأكبر من استثماراتك فيها، ثم تصمُد خلال تقلبات سوق الأوراق المالية.

في المقاطع التالية وصف لمختلف عناصر هذه العملية.

«عليك بإيجاد شركة مُتميِّزة»

طوَّر وورن بَفِت على مرِّ السنين طريقة لتحديد الشركات الجديدة بأمواله: وهي ترتكز على رأي فيه الكثير من الحصافة: إذا أبلت الشركة بلاء حسناً وقام على إدارتها أشخاص أذكياء عكست أسعارُ أسهمها قيمتها الأصيلة. وهو بهذا يكرِّس القسم الأعظم من انتباهه ليس على متابعة قيمة السهم بل على تحليل أرضية العمل وتقييم القائمين على إدارته.

القواعد الذهبية للمستثمر المُركِّز

1ـ عليك بتركيز استثماراتك في الشركات المُبرِّزة ذات الإدارات القوية.

2ـ عليك بوضع حدٍّ لنفسك لايتجاوز عدد الشركات التي تستطيع حقاً ان تفهمها. عشر وربما عشرين أمر جيد. واذا تجاوزتها واجهتك المتاعب.

3 خذ أفضل شركاتك على الإطلاق وضع فيها الحجم الأكبر من استثماراتك.

4ـ عليك بالتفكير طويل الأمد: ضع استثماراتك مدة لاتقل عن خمس سنين إلى عشر.

5ـ عليك بالمثابرة عندما تتقلب الأسعار.

يمكن اعتبار مذاهب بَفِت الموصوفة في الفصول السابقة بمنزلة نوع من حزام العُدَّة، وكل مذهب بمنزلة أداة تحليل، وتعطينا بالمحصلة طريقة لفرز الشركات التي تتمتع بأفضل فرصة لتحقيق عائدات اقتصادية عالية. يستخدم بَفِت حزام عدَّته هذا للعثور على شركات ذات تاريخ طويل من الأداء العالي والإدارات الثابتة. والثبات هنا يعني أنها تتميَّز باحتمال كبير في الأداء في

مستقبل أيامها كماضيها. ذلك هو جوهر الاستثمار المُركّز: تركيز استثماراتك في شركات ذات احتمالية كبيرة في أداء يفوق المُعدَّل.

«الزائد أخُ الناقص»

تذكَّر نصيحة بَفِت إلى المستثمر الجاهل. هل في البقاء مع صندوق الاستثمار ذي المؤشر خير؟ لكن الأمر الأكثر أهمية بالنسبة إلى أغراضنا هو ماقاله فيما بعد:

«إذا كنت مستثمراً على شيء من المعرفة وقادراً على فهم اقتصاديات العمل وعلى إيجاد خمس شركات إلى عشر ذات أسعار معقولة وتمتلك ميزات منافِسَة هامة طويلة الأمد، فإن التنوع التقليدي (محافظ استثمارية ذات قاعدة عريضة) أمر لايعنيك».[4]

ماالخطأ الكامن في التنوع التقليدي؟ إنه أمر واحد: هو أنه يزيد من فرص شرائك أشياء لاتعرفها بالشكل الكافي. لقد تأثر فكر بَفِت بشدة في هذا المجال بفيليب فيشر Philip Fisher المشهور بالمحافظ الاستثمارية المركزة، والذي لم يستخدم هذا الوصف، ولكنه كان يقول دوماً: إنه يفضل أن يمتلك عدداً صغيراً من أسهم شركات مُبرِّزة يفهمها بشكل جيد على أسهم شركات عديدة متوسطة المستوى ولايفهم الكثير منها إلا قليلاً.

يُفلح المستثمرون «الذين يتمتعون بشيء من المعرفة» حين يطبقون مذاهب بَفِت في تركيز انتباههم على حفنة من الشركات فقط. فكم تضم هذه الحفنة؟ حتى رؤساء كهنوت علم المالية الحديثة اكتشفوا أن خمس عشرة مجموعة أسهم فقط ـ وسطياً ـ تؤمن 85% من التنوع؛[5] أما بالنسبة إلى المستثمر المتوسط فالوضع الشرعي هو عشر شركات إلى عشرين، ذلك أن الاستثمار المُركَّز يتهاوى عندما يُستخدَم في المحافظ الاستثمارية الكبيرة التي تضم العشرات من مجموعات الأسهم.

«ضع مراهناتك الكبيرة في الوقائع ذات الاحتمالية الكبيرة»

يمكن أن يظهر تأثير فيل فيشر Phil Fisher على بَفِت بطريقة أخرى، هي اعتقاده أن المسلك المعقول الأوحد في مواجهة فرصة قوية هو طرح استثمار ضخم، ويردِّد صدى التفكير القائل: «يجب عليك ـ مع كل استثمار تقوم به ـ أن تكون شجاعاً وأن تطرح ما لايقل عن 10% من ثروتك الصافية في استثمار تلك الأسهم».[6]

يمكنك أن ترى السبب الذي جعل بَفِت يقول إن المحفظة الاستثمارية المثالية يجب ألا تضم أكثر من عشر مجموعات من الأسهم إذا كان كل منها يتقاضى عائداً قدره 10%. ومع ذلك فالاستثمار المُركّز ليس بالأمر السهل المتمَثل في إيجادك عشر شركات جيدة وتقسيم استثماراتك فيما بينها بالتساوي. ورغم أن جميع مجموعات الأسهم في محفظة استثمارية مُرَكَّزة هي عالية الاحتمالات، ولابُدَّ من تفاوت الاحتمالات فيما بينها. لكن الاحتمالات الأكثر يجب أن تحظى بالاستثمارات الأكبر.

يفهم لاعِبو القمار هذا الأمر بالبديهة: ضع رهاناً كبيراً حيثما تتزايد شدة الاحتمالات في صفك.

> **لايمكنني التصدي لخمسين امراً أو خمسة وسبعين، فهذه طريقة سفينة نوح في الاستثمار وتنتج لي حديقة حيوانات. إني اود ان اضع مبالغ كبيرة في حفنة من الأشياء.٧**
>
> **وورن بَفِت،1987**

لِنعُدْ بتفكيرنا لحظة إلى قرار بَفِت بشراء شركة أمِريكان إكسبرِس American Express المُفصّلة في الفصل الأول إذ استثمر40% من أصول شركته فيها وحدها عندما هبطت أسعار أسهمها إلى النصف تقريباً

بسبب التهديد بفضيحة. لقد اقتنع أنها صلبة رغم النزاع، وأن سعر سهمها سيعود في نهاية المطاف إلى مستواه المناسب، فأدرك في نفس الوقت فرصة هائلة. ولكن هل كانت الشركة في الحقيقة تساوي نصف أصول شركته تقريباً؟ إنه رهان كبير أثمر بشكل جيد: فبعد سنتين باع الأسهم التي ارتفعت أسعارها كثيراً بربح قدره عشرون مليون دولار.

«تحلَّ بالصبر»

أسلوب الاستثمار المُركز هو نقيض الأسلوب الذي يعتمد على معدل دوران رأس المال العالي كثير التنوع. ورغم أن الاستثمار المُركز يتمتع بأحسن الفرص بين جميع الاستراتيجيات الفاعلة للتفوق على أداء عائد المؤشر بمرور الزمن إلاأنه يتطلب من المستثمرين الصبر على الاحتفاظ بمحافظهم الاستثمارية، حتى حينما يبدو أن استراتيجيات أخرى تحقق النجاح.

ما المدة الطويلة الكافية؟ ليس هناك قاعدة صلبة للتحديد كما تعرفون (رغم احتمال قول بَفِت إن مدة تقل عن خمس سنوات هي ضرْب من حنون النظريات). إن معدل دوران رأس المال الصفري (عدم بيع أي شيء) لايمثل الهدف المنشود، لأن ذلك يمثل الجنون في الطرف المقابل ويمنع أي شخص من الاستفادة من الأفضل في حال وجود فرصة لذلك. وبناءً على الخبرة والممارسة، يجب أن يكون هدفنا تحقيق معدل دوران لرأس المال يتراوح بين 20 و 10%. وهذا يعني استبقاء الأسهم مدة تتراوح بين خمس سنوات وعشر.

«لاترتعدنَ فرائصك بسبب تغييرات الأسعار»

الاستثمار المُركز يبتغي نتائج تفوق المعدل. وهناك دليل قوي في الأبحاث الأكاديمية وتاريخ العمل الفعلي على بلوغ تلك النتائج. ما من شك مع ذلك في أن الطريق وَعِرة، لأن تقلبات الأسعار تمثل منتجاً جانبياً لأسلوب الاستثمار المُركز، غير أن المستثمرين وفق هذا الأسلوب يتسامحون في أمر هذه الوعورة، لأنهم يدركون أن اقتصاديات الشركة الكامنة ستعوِّض عليهم في نهاية المطاف بأكثر مما خسروه بسبب أي تقلب قصير الأمد في الأسعار.

إن بَفِت سيِّد من تجاهل هذه الوعورة، وكذلك شريكه تشارلي مُنغَر Charlie Munger الذي تبين له ـ بعد حساب قام به مستخدِماً جدول الفائدة المركبة والدروس التي تعلمها من ممارسة لعبة البوكر ـ أنه يكتفي بامتلاك عدد محدود من مجموعات الأسهم لاتتجاوز الثلاثة طالما استطاع التغلب على تقلبات الأسعار. «أعرف أن باستطاعتي التغلب نفسياً على الصدمات لأن الذين ربّوني يؤمنون بمعالجتها».[8]

ولعلك من نسل أناس لهم باع طويل في معالجة الصدمات، ولكنك تستطيع التحلي ببعضٍ من صفاتهم حتى لو لم يحالفك الحظ إلى هذه الدرجة. فالأمر بين يديك، ويتوقف على قرارك بتغيير طريقة تفكيرك وسلوكك.

إن اكتساب عادات وأنماطَ تفكير جديدة لايتم بين عشية وضحاها. وعليك أن تتعلم تدريجياً كيف تلجم نفسك عن الرعب والتصرف الأرعَن استجابة لنزوة سوقية طائشة، عندما يكون ذلك ضرورياً وقابلاً للتنفيذ.

بفت ونظرية *المحفظة الاستثمارية الحديثة*

إن إيمان بَفِت بأفكار الاستثمار المُرَكز الجوهرية وضعه في مواجهات مع جهابذة المال الآخرين ومع مجموعة من المفاهيم، تعرَف جميعاً باسم نظرية *المحفظة الاستثمارية الحديثة*. ولن نتصدى لتوصيفها لأن محور هذا الكتاب يدور حول تفكير بَفِت، كما أنه لم يُشارك بصياغتها. ولكنها ستطرق مسامعك من خلال استمرارك في تعلّم الاستثمار. ولذلك فإن تغطية عناصرها الأساس أمر هام. ولسوف نتيح لبَفِت الفرصة ليُدلي بدلوه في كل منها.

تربط نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة بين ثلاث أفكار مالية خرج بها علينا ثلاثة عقول قوية: هاري ماركوفيتش Harry Markowitz خرّيج كلية الاقتصاد في جامعة شيكاغو، وأول من وضع أساساً لحساب العلاقة الكمية بين

العائد والمخاطرة. واستطاع ـ باستخدام أداة رياضية تدعى التباين* ـ أن يقيس الحركة المتضافرة لمجموعة من الأسهم وتحديد الخطورة الكامنة في المحفظة الاستثمارية بكاملها.

توصل ماركوفيتش إلى أن الخطر الاستثماري لايعني مدى التغييرات التي تطرأ على أسعار سهم معين، بل على مجموعة الأسهم بالاتجاه نفسه. وعندئذ تتوفر فرصة كبيرة لانخفاض جميع الأسهم في الوقت نفسه بفعل التحولات الاقتصادية، ولهذا فإن الضمانة المنطقية الوحيدة ـ على حد قوله ـ هي التنوع.

وبعد حوالي عشرة أعوام طلع علينا خريج آخر من جامعة كاليفورنيا في لوس أنجلوس هو بيل شارب Bill Sharpe بعملية رياضية لقياس تقلب الأسعار، وهي تبسيط لأسلوب ماركوفيتش، واسماها نمط تسعير الأصول الراسمالية.

وهكذا قام أكاديميان في غضون عقد واحد من الزمان بتحديد عنصرين هامين من مقولة سنطلق عليها في وقت لاحق اسم نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة: أولهما ماركوفيتش وفكرته القائلة إن التوازن المناسب بين المردود/المخاطرة يعتمد على التنوع، وثانيهما شارب وتعريفه للمخاطرة، لكن الشاب يوجين فاما Eugene Fama أستاذ علم المالية المساعد في جامعة شيكاغو خرج علينا بالعنصر الثالث: نظرية السوق التي تتسم بالكفاءة.

بدأ فاما بدراسة تغيرات أسعار الأسهم في مطلع ستينيات القرن العشرين، وبما أنه قارئ شرِهٍ فقد تشرَّب جميع المؤلفات المكتوبة المتوفرة حينذاك عن سلوكيات سوق الأسهم، وتوصل إلى استحالة التنبؤ بأسعار الأسهم لأن السوق تتسم بكفاءة عالية، حيث يقوم فيها عدد كبير جداً مِمَّن يتمتعون بدرجة عالية متمَيِّزة من الذكاء بتطبيق صاعق للمعلومات المتوفرة، يؤدي إلى تعديل الأسعار بصورة لحظية، وقبل أن يتمكن أحد من تحقيق الربح، ذلك أن أسعار الأسهم

---

*التباين: مقياس إحصائي لدرجة تحرّك متغيِّرَيْن (قاموس مصطلحات المصارف والمال والاستثمار ـ تحسين التاجي الفاروقي ـ مكتبة لبنان ناشرون ـ الطبعة الثانية 2005)

تعكس في أية لحظة جميع المعلومات المتوفرة حينئذ. وعليه فقد أضحت التنبؤات المستقبلية غير مُجدية في سوق تتسم بالكفاءة لأن أسعار الأسهم تتعدل بسرعة فائقة.

نظرة بَفِت إلى المخاطر

إن تقلب سعر السهم في مفهوم نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة يحدد المخاطر، لكن بَفِت أدرك على الدوام خلال مسيرته المهنية أن انخفاض سعر السهم يُحدِث فرصة لكسب المال.

ولذلك فهو يرى أن هذا الإنخفاض يقلل في الحقيقة من المخاطر، ويوضح ذلك بقوله: «يَميل أرباب العمل إلى أن تعريف الخطر الذي وضعه أهل العلم بعيد كثيراً عن الواقع حيث يؤدي إلى الكثير من السخافات، ونظن أن أصحاب الأسهم على هذه الشاكلة أيضاً».[9]

يقدم بَفِت تعريفاً آخر للخطر: إنه إمكان الضرر، وهو عامل يدخل في قيمة العمل الذاتية، وليس المنحى الذي يتخذه سعر السهم. ينتج الضرر المالي عن الخطأ في الحكم على أرباح العمل المستقبلية مضافاً إليها تأثيرات الضرائب والتضخم التي لايمكن التنبؤ أو التحكم بها.

يرى بَفِت أيضاً أن الخطر لاينفصل مطلقاً عن أفق المستثمر الزماني، فإذا اشتريت اليوم سهماً بنيّة بيعه في الغد فقد دخلت في صفقة مخاطِرة: كما يقول. واحتمالات التنبؤ بارتفاع الأسعار أو انخفاضها خلال هذه الفترة القصيرة تساوي الاحتمالات الناتجة عن رمي قطعة نقدية معدنية في الهواء، وهنا تكون قد ضيَّعت نصف الوقت.

أما إذا مدَّدت أفقك الزماني ـ على حدِّ قوله ـ عدة سنوات (هذا بفرض أنك قد اشتريت بصورة عقلانية) وجدت أن الاحتمالات تحولت لصالحك.

نظرة بَفِت إلى التنوع

تسيطر نظرة بَفِت إلى الخطر على استراتيجية التنوع وهنا يناقض تماماً نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة التي ترى أن الربح الأولي للمحفظة كثيرة التنوع يكمن في التخفيف من آثار تقلبات أسعار الأسهم الإفرادية. أما إذا لم تلتفت إلى تقلبات الأسعار ـ كما هي حال بَفِت ـ نظرت إلى تنوع المحفظة الاستثمارية من زاوية أخرى.

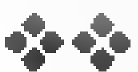
إنه يعلم أن الكثيرين ممن يسمّون الجهابذة يقولون إن استراتيجية شركة بيركشير تنطوي على مزيد من المخاطر، ولكنه لايتزحزح عن موقفه: « نعتقد أن سياسة التركيز على المحفظة الاستثمارية قد تقلل إلى حد كبير من المخاطر إذا أدّى (التركيز) إلى رفع وتيرة تفكير المستثمر بالعمل وإلى الراحة التي يجب أن يشعر بها حيال خصائص هذا العمل الاقتصادية قبل الاستثمار فيه. وهذا ما ينبغي أن يحصل.»[10] وتستطيع ـ حين تركز على حفنة مختارة من الشركات ـ أن تدرسها بشكل أفضل وبدقة أكبر وتدرك قيمتها الذاتية. فالمخاطر التي تتحملها تقلّ بمقدار زيادة معرفتك بالشركة التي تستثمر فيها.

يشرح بَفِت ذلك بقوله. «يُستخدَم التنوع كوسيلة للحماية ضد الجهالة. وعليك أن تمتلك كل شيء إذا أردت أن تتأكد من عدم حدوث أمر سيء معك بشأن السوق. وليس في ذلك أية غضاضة. فهو أسلوب سليم تماماً لشخص لايعرف كيف يحلل الأعمال».[11]

نظرة بفت إلى نظرية السوق التي تتسم بالكفاءة

تكمن مشكلة بفت مع هذه النظرية في نقطة مركزية هي أنها لاتضع اعتباراً للمستثمرين الذين يحللون جميع المعلومات المتوفرة ـ وهو ما يطالبهم بَفِت به على الدوام ـ كي تتوفر لهم مزايا تنافسية.

مازالت كليات إدارة الأعمال تطرح هذه النظرية بقدسية. وهذه حقيقة ترضي بَفِت بلا حدود. «من الطبيعي أن يشكل الضرر اللاحق بالطلاب وأساتذة الاستثمار السُّذج الذين يبتلعون نظرية السوق التي تتسم بالكفاءة خدمة غير عادية لنا ولغيرنا ممن يسيرون على نهج غراهام Graham.» على حد قوله الساخر.«ونحن، من منطلق أناني، نود أن نمنح وظائفَ في الهيئة التدريسية الجامعية لضمان استمرارية تعليم هذه النظرية».[12]



إن نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة توفر حماية بطرق عديدة للمستثمرين الذين يتمتعون بمحدودية في معرفة وفهم كيفية تقييم العمل. ولكن تلك الحماية تتطلب ثمناً. ويرى بَفِت أن «نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة تأخذ بيدك إلى أن تكون مستثمراً وسطاً. ولكني أظن أن بإمكان اي شخص في سنته الدراسية الخامسة ان يتبيَّن كيف يحقق ذلك»[13] .

المستثمرون النجوم في رحاب بَفِت

يُعَدُّ العالَم أن كتاب *تحليل الأوراق المالية Security Analysis* ـ أحد أعظم كتب الاستثمار الذي وضعه بنيامين غراهام Benjamin Graham وَديفيد دود David Dodd في ذروة فترة الكساد الكبير عام 1934ـ بمنزلة الكتاب المأثور، وما زال يُطبَع بعد خمسة إصدارات وخمس وستين سنة، ويستحيل تجاوز تأثيراته على العالم الاستثماري الحديث.

وبعد مرور خمسين سنة على طبعة هذا السِّفر الجليل الأولى، وتخليداً لذكراها أقامت كلية إدارة الأعمال في جامعة كولومبيا حلقة تعليمية تحت رعايتها. وخاطب خلالها وورن بَفِت الحضورـ بصفته أحد أشهر خريجي تلك الكلية ومن مشاهير المؤيدين لأسلوب غراهام الذي يتناول الأوراق المالية التي

تباع بأقل من قيمتها الحقيقية في العصر الحديث ـ بكلمة تحت عنوان: «المستثمرون النجوم في رحاب غراهام وَ دود»: فأضحت شهيرة مأثورة مثل الكتاب الذي تحتفي به».[14]

بدأ بَفِت بتلخيص جوهر نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة فتحدث عن الكفاءة التي تتسم بها سوقُ الأسهم، وبيَّن أن تسعيرَ الأسهم يتم بشكل صحيح، وأن كلَّ فرد يتمكن لهذه الأسباب من التفوق على السوق سنة بعد سنة يُعَدُّ شخصاً محظوظاً. ربما كان ذلك صحيحاً، على حد قوله، لكنني أعرف أشخاصاً فعلوا ذلك، ولا يمكن أن يفسَّر نجاحهم بأنه مجرَّد فرصة عشوائية.

ثم انتقل إلى طرح الأدلة، وتناولتْ جميع الأمثلة التي قدَّمها أشخاصاً نجحوا في التفوق على السوق بثبات متوالٍ مع تقلب الأيام ليس لمجرد الحظ فقط بل لأنهم اتبعوا مبادئ تعلموها من المصدر نفسه: بِن غراهام. وهم جميعاً يركنون في «القرية الفكرية» في رحاب غراهام وَ دود، على حد قوله.

وبعد عقدين تقريباً رأيتُ أن من المفيد أن ألقي نظرة محدَّثة على حفنة من الأشخاص الذين يجسّدون الأسلوب الذي عرَّفه غراهام ويشاطرون بَفِت أيضاً في اعتقاده بقيمة المحفظة الاستثمارية المُرَكَّزة التي تضم عدداً قليلاً من مجموعات الأسهم: تشارلي مُنغر Charlie Munger وَ بيل رُوين Bill Ruane وَلو سيمبسون Lou Simpson وَ بَفِت نفسه بطبيعة الحال. وقد عدَّتهم تلك النظرة من المستثمرين النجوم في رحاب بَفِت، حيث إن هناك الكثير مما نستطيع أن نتعلمه من خلال الاطلاع على سجل أدائهم.

تشارلي مُنغر Charlie Munger

رغم أن أداء شركة بيركشيَر هاثاويه مرتبط في العادة برئيس مجلس إدارتها، إلا أنه يتوجب علينا ألا ننسى أبداً نائبه: المستثمر البارز تشارلي مُنغر، الذي يدرك مدى فكره الثاقب المساهمون الذين يحضرون اجتماع بيركشيَر السنوي أو يقرؤون أفكاره في مجلة *أوتستاندينغ إنفيستر دايجيست Outstanding Imvestor Digest*.

الجدول 10-1: شركة تشارلي مُنفَر
معدل التغيّر السنوي

السنة	نسبة الملكية من كامل الشركة %	مؤشر داو جونز لأسعار أسهم الشركات الصناعية %
1962	30.1	7.6-
1963	71.7	20.6
1964	49.7	18.7
1965	8.4	14.2
1966	12.4	15.8-
1967	56.2	19.0
1968	40.4	7.7
1969	28.3	11.6-
1970	0.1-	8.7
1971	25.4	9.8
1972	8.3	18.2
14973	31.9-	13.1-
1974	31.5-	23.1
1975	73.2	44.4
العائد الوسطي	24.3	6.4
الانحراف النظامي	33.0	18.5
الحد الأدنى	31.9-	23.1-
الحد الأعلى	73.2	44.4

يقول عنه بَفت: «صادفته عام 1960 تقريباً وأخبرته أن مجال المحاماة جيدٌ له، ولكنه يستطيع أن يحقق شيئاً أفضل».[15] ولعلكم تذكرون أن أزهار مُنغر كانت حينذاك تتفتح على ممارسة المحاماة في لوس أنجلوس وأنه حوَّل طاقاته بصورة تدريجية إلى شركة استثمار جديدة تحمل اسمه، فتحققت من خلالها نتائج مواهبه المبيَّنة في الجدول رقم (10ـ 1) .

«تركَّزت محفظته الاستثمارية في عدد محدود من الأوراق المالية، ولذلك اشتمل سجله على أسعار أكثر تقلباً» على حد شرح بَفت، «لكنها قامت على نفس أسلوب الخصم من قيمة الأوراق المالية المَعنيَّة». إتبع تشارلي في اتخاذ القرارات الاستثمارية الخاصة بشركته نهج غراهام فلم يبحث إلا عن الشركات التي كانت تباع بأقل من قيمتها الذاتية. «لقد رغب في تسلق القمم العالية وخوض الأودية في أدائه، وتميز بنفسية تتجه نحو التركيز».[16]

لاحظوا أن بَفت لم يستخدم كلمة خطر في وصف أداء تشارلي، ذلك أن استعمال تعريف الخطر التقليدي (تقلب الأسعار) يضطرنا إلى القول إن شركة تشارلي خلال حياتها البالغة ثلاث عشرة سنة تعرضت لمخاطر شديدة وتميزت بانحراف معياري بلغ ضعفي انحراف السوق. لكن التفوق على عائد السوق السنوي بمقدار 18 نقطة خلال هذه السنوات لم يكن نتيجة عمل رجل مخاطر بل مستثمر حصيف.

بيل رُوين *Bill Ruane*

قابل بَفت بيل رُوين عام 1951 حين كان الرجلان يحضُران معاً دروس بن غراهام في جامعة كولومبيا حول تحليل الأوراق المالية، وبقيا على تواصل. أعجب بَفت بأداء رُوين الاستثماري على مرّ السنين، وعندما أغلق شركته الاستثمارية عام 1969 سأل رُوين عن رغبته في العمل بصناديق استثمارية تعود لبعض شركائه فكانت بذلك الانطلاقة الأولى لصندوق سيكويا Sequoia Fund الاستثماري.

كان من الصعب في ذلك الحين إنشاء صندوق استثمار مشترك، فسوق الأسهم تجتاز مرحلة انقسام إلى سوق ذات طبقتين، ومعظم رؤوس الأموال الهاربة تتجه نحو الخمسين الرائعات كما تسمى (الشركات ذات الاسماء الكبيرة مثل آي بي إم IBM و زيروكس Xerox) مُخلفة بعيداً وراءها أسهم «القيمة التي تقل عن حقيقتها س، لكن رُوين لم يجزع. وبعد فترة علّق بَفِت على ذلك بقوله: «يسعدني أن أقول إن عدداً يثير الدهشة من شركائي لم يحافظوا على علاقتهم به فحسب، بل أضافوا أموالاً إلى أموالهم أيضاً وحققوا نتائج سعيدة.»[17]

احتل صندوق سيكويا الاستثماري موضع الريادة بحق، فهو أول صندوق استثمار مشترك يُدار وفق مبادئ الاستثمار المُركز، وسجله في مجال أسهمه المطروحة للتداول يُبيّن بوضوح أن بيل رُوين وَشريكه ريك كَنيف Rick Cuniff في شركة رُوين وكَنيف وشركاهم Ruane, Cuniff & Company أنجزا محفظة استثمارية مُحكمَة التركيز، وحققت معدلاً منخفضاً لدوران رأس المال، حيث تركزَ في المتوسط أكثر من 90% من أمواله في عدد من الشركات يتراوح بين ست وَ عشر، وحتى في هذه الحالة فإن تنوّع المحفظة الاستثمارية الاقتصادي كان وسيظل واسعاً.

تنفرد وجهة نظر بيل رُوين بين مديري المال في عدد من السبل، ذلك أن معظمهم ينطلقون بشكل عام من رأي متأصل لديهم حول إدارة المحفظة الاستثمارية ثم يملؤونها بمختلف الأسهم، أما الشركاء في شركة رُوين وَكَنيف وشركاهم فينطلقون من فكرة انتقاء أفضل الأسهم الممكنة، ثم ترك المحفظة لتزدهر على هذا الإنتقاء.

يتطلب انتقاء أفضل الأسهم الممكنة بالطبع مستوى عالياً من البحث، وهنا تنفرد شركة رُوين وَكَنيف وشركاهم أيضاً عن غيرها من الشركات العاملة في هذه الصنعة، فهي تتحاشى تقارير وول ستريت المحشوّة بآراء السماسرة وتعتمد

بدلاً عنها على تحرياتها الذاتية الشاملة. «لانهتم كثيراً في شركتنا بالألقاب»، كما قال رُوين ذات مرة. «وعندما نهتم بذلك فإن بطاقتي سيُكتب عليها: بيل رُوين ـ محللٌ باحث ـ.»[18]

إلى أي مدى خدم هذا الأسلوب المتفرِّد مساهمي الشركة؟ يبين الجدول رقم (10ـ2) ملخصاً لأداء شركة صندوق سيكويا الاستثماري بين عامي 1971 وَ2003، حيث حقق في هذه الفترة عائدات سنوية بلغ مُعدلها 18% مقارنة بمعدل 12,9% على مؤشر ستاندرد آند بورز 500 .

لو سيمبسون *Lou Simpson*

حين بدأ وورن بَفِت عملية الاستحواذ على شركة التأمين على مستخدمي الحكومة GEICO في أواخر سبعينيات القرن العشرين، حقق في وقت قريب منه استحواذاً آخر اسمه لو سيمبسون، وكانت له فائدة مباشرة على الوضع المالي لشركة التأمين.

اشتغل سيمبسون ـ الحائز على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية من جامعة برينستون Princeton ـ لدى كل من شركتي شتاين رو أند فارهام Stein Roe & Farnham وَ ويسترن أسيت مَنِجْمنت Western Asset Management قبل أن يُغريه بَفِت بالعمل في شركة التأمين على مستخدمي الحكومة GEICO عام ١٩٧٩، وهو اليوم المدير التنفيذي للعمليات الرأسمالية فيها. يستذكر بَفِت أن (لُو) تميَّز في المقابلة الوظيفية الأولى «بحساسية الاستثمار المثالية.»[19] وبأنه المفكر المستقل الواثق بأبحاثه «والذي لايستمتع بالعمل مع الجمهور أو ضده»، كما أضاف.

تجاهل سيمبسون بوصفه قارئاً شرهاً أبحاث وول ستريت Wall Street وتبحَّر بدلاً من ذلك في التقارير السنوية. وسار على خطى بَفِت في عملية انتقائه للأسهم العادية، فلم يشتر سوى الأعمال عالية المردود التي تدار من قبل إدارة مقتدرة وتتوفر بأسعار معقولة. كذلك تميَّز بشيء آخر مشترك مع بَفِت، هو

الجدول رقم 10ـ 2: شركة صندوق سيكويا الاستثماريد
معدل التغيّر السنوي

السنة	صندوق سيكويا	مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠
1971	13.5	14.3
1972	3.7	18.9
1973	24.0-	14.8-
1974	15.7-	26.4-
1975	60.5	37.2
1976	72.3	23.6
1977	19.9	7.4-
1978	23.9	6.4
1979	12.1	18.2
1980	12.6	32.3
1981	21.5	5.0-
1982	31.2	21.4
1983	27.3	22.4
1984	18.5	6.1
1985	28.0	31.6
1986	13.3	18.6
1987	7.4	5.2
1988	11.1	16.5
1989	27.9	31.6
1990	3.8-	3.1-
1991	40.0	30.33
1992	9.4	7.6
1993	10.8	10.0
1994	3.3	1.4
1995	41.4	37.5
1996	21.77	22.9
1997	42.3	33.4
1998	35.3	28.6
1999	16.5-	21.0
2000	20.1	9.1-
2001	10.5	11.9-
2002	2.6-	22.1-
2003	17.1	28.7
العائد الوسطي	18.0	12.9
الانحراف النظامي	20.2	17.7
الحد الأدنى	24.0-	26.4
الحد الأعلى	72.3	37.5

أنه يركز محفظته الاستثمارية على حفنة من الأسهم. فكانت محفظة شركة التأمين على مستخدمي الحكومة الاستثمارية التي تساوي مليار دولار تضم أقل من عشر مجموعات من الأسهم.

حققت هذه المحفظة الاستثمارية بين عامي 1980 وَ 1996 عائداً سنوياً بلغ معدله 24,7% مقارنة بعائد السوق البالغ 17,8% (انظر الجدول رقم 10ـ 3). وفي هذا يقول بَفِت: «هذه ليست مجرد أرقام مرعبة فقط، بل إنها تحققت بالطريقة الصحيحة، وهذا أمر هام أيضاً. لقد ثابر لو بثبات على الاستثمار في أسهم عادية مخفضة القيمة ولا يُحتمَل أن تسبب المجموعات الإفرادية منها خسارة دائمة، كما أنها خالية في مجموعها تقريباً من المخاطر».[20]

ومن الجدير بالملاحظة أن استراتيجية التركيز تعني أحياناً تحمُّل عدد من السنين العِجاف، وحتى المستثمرين النجوم واجهوا فترات من تدني الأداء قصير الأجل وذلك بصرف النظر عن شهرتهم بالمهارة الفائقة والنجاح المتألق. ويتبين من خلال النظر في (الجدول رقم 10ـ 4) أنهم ناضلوا للخروج من فترات عصيبة.

ماذا تتوقع أن يحدث لكل من مُنغر وسيمبسون ورُوين لو كانوا مديرين مبتدئين باشروا عملهم اليوم في بيئة، لاترى سوى القيمة المتوفرة من خلال الأداء سنة واحدة، أو حتى الربعي؟ ربما تقوقعوا وتسببوا بخسارة كبيرة لزبائنهم.

تحقيق التغيير في محفظتك الاستثمارية

إياك أن تنجرَّ إلى التفكير بأنك معذور في التخلي عن تحمل مسؤولية التدقيق لمجرد أن المحفظة الاستثمارية المُرَكَّزة قد تخلفت عن ركب سوق الأوراق المالية على أساس السعر بين آونة وأخرى. يجب على المستثمر المُرَكِّز، والحالة هذه، ألا يصبح ضحية نزوات هذه السوق بل عليك عزيزي القارئ أن تعرف بدقة وعلى الدوام جميع التقلبات الاقتصادية الخاصة بالشركات التي تضمها محفظتك الاستثمارية، وسوف يأتي يوم يكون الأمر الصحيح فيه هو أن تشتري شيئاً وتبيع آخر.

الجدول 10ـ 3 لو سِيمبسون، جيكو
معدل التغير السنوي

السنة	حقوق مساهمي شركة جيكو % GEICO	مؤشر ستاندرد أند بورز 500 (%)
1980	23.7	32.33
1981	5.4	5.0-
1982	45.8	21.4
1983	36.0	22.4
1984	21.8	6.1
1985	45.8	31.6
1986	38.7	18.6
1987	10.0-	5.1
1988	30.00	16.6
1989	36.1	31.7
1990	9.1-	3.1-
1991	57.1	30.5
1992	10.7	7.6
1993	5.1	10.1
1994	13.3	1.3
1995	39.7	37.6
1996	29.2	37.6
العائد الوسطي	24.7	17.8
الانحراف النظامي	19.5	14.3
الحد الأدنى	10.0-	5.0-
الحد الأعلى	57.1	37.6

قرار الشراء: قاعدة إرشادية سهلة

حينما يدرس بَفت اضافة استثمار ينظر بداية لما يمتلكه بشكل دائم ليرى ما إذا كان الشراء الجديد أفضل مما بين يديه. «ما يقوله بَفت مفيد جداً من الناحية العملية لأي مستثمر»، كما يؤكد تشارلي مُنغر. «أما بالنسبة إلى أي شخص عادي فأفضل شيء في حوزتك هو الذي يجب أن يكون المعيار الذي تستخدمه».

الأمر الذي يحدث بعدئذ هو أحد الأسرار الحساسة الذي يُصرَف النظر عنه في معظم الأحيان. ويتعلق بزيادة قيمة محفظتك الاستثمارية. «إذا كان الشيء الجديد الذي تدرس أمر شرائه لايفضل على شيء تعرف أنه متوفر بين يديك فهو لايلبي أدنى شروطك، وبهذا تستبعد 99% مما تراه»،[21] كما يقول تشارلي.

قرار البيع: سببان جيّدان للتحرك البطيء

الاستثمار المُركز هو بالضرورة سبيل طويلة الأمد إلى الاستثمار. ولو كان لنا أن نسأل بَفت عن فترة التملك التي يعدُّها مثالية لأجابنا: «إلى الأبد»: طالما استمرت الشركة في توليد اقتصاديات تفوق المعدل وقامت الإدارة بتخصيص أرباح الشركة بطريقة عقلانية. «الخمول يبهرنا وكأنه سلوك ذكي»، كما يشرح.[22]

إذا كنت تملك شركة مبتذلة احتجت إلى دوران رأس المال، وإلا فإن مصيرك أن تمتلك اقتصاديات عمل متدني المعدل مدة طويلة. أما إذا امتلكت شركة ممتازة فإن بيعها هو آخر ما تودُّ أن تفعله.

الجدول 10ـ 4 المستثمرون النجوم في رحاب بفت

	عدد سنوات الأداء	عدد سنوات الأداء المتدني	عدد سنوات الأداء المتدني المتوالية	نسبة سنوات الأداء المتدني مقارنة بإجمالي السنوات
مونغر	14	5	3	36
رُوين	29	11	4	37
سيمبسون	17	4	1	24

قد يبدو هذا المدخل الخامل إلى إدارة المحفظة الاستثمارية شاذاً عن المألوف في نظر الدؤوبين على شراء وبيع الأسهم على أسس منتظمة، لكنه ينطوي على فائدتين اقتصاديتين، بالاضافة إلى تنمية رأس المال بنسبة تفوق المعدل:

1 ـ *إنه يفلح في تخفيض كلفة العملية:* وهو أحد مبادئ الحصافة الذي نغض الطرف عنه لأنه شديد الوضوح. ففي كل مرة تشتري أو تبيع تتحمل تكاليف السمسرة، فتقلل بذلك من عوائدك.

2 ـ *إنه يزيد من عوائد مابعد الضريبة:* عندما تبيع سهماً بربح ما تحتمل ضرائب بسبب الأرباح الراسمالية، وهذه تأكل من أرباحك، والحل هو أن تتخلى عن الربح، فإذا تركته في مكانه (وهذا ما يُشار إليه بتعبير الربح غير المتحقق) تراكبت أموالك بقوة أكبر. والنتيجة هي أن المستثمرين لم يقدّروا القيمة الهائلة لهذا الربح غير المتحقق بشكل صحيح: وهذا ما يُسمّيه بَفِت: «قرض بلا فائدة من خزينة الدولة.»

يطلب بَفِت إلينا ـ توضيحاً لفكرته ـ أن نتصور مايحدث عندما تبيع استثماراً بدولار واحد يتضاعف سنوياً. فإذا بعته في نهاية السنة الأولى بلغت أرباحك الصافية 0,66 دولاراً (وذلك على فرض أنك خاضع لضريبة 34%). ثم تعيد استثمار مبلغ (1,66 دولاراً) فيتضاعف عند حلول نهاية السنة، وإذا استمر هذا الاستثمار بالمضاعفة سنوياً وتابعت بيعه ودفع الضريبة واستثمار العائدات، حصلت في نهاية السنة العشرين على ربح صاف قدره 25,200 دولار بعد تسديد الضرائب البالغة 13,000 دولار. أما إذا اشتريت في المقابل استثماراً بدولار واحد يتضاعف سنوياً ولم تبعه قطُّ حتى نهاية السنة العشرين ربحت 692,000 دولار بعد تسديد الضرائب البالغة 356,000 دولار تقريباً.

إن أحسن استراتيجية لتحقيق أعلى العائدات بعد الضرائب هي المحافظة على معدل دوران رأس مال محفظتك الاستثمارية في مجال يتراوح بين الصفر والعشرين بالمئة، وهناك استراتيجيتان تفلحان في ميدان المعدل المنخفض لدوران

رأس المال. أولاهما أن تلتزم بصندوق استثمار مشترك مرتبط بمؤشر، وهذا بالتعريف يمثل معدلاً منخفضاً. أما الذين يفضلون طريقة للاستثمار أكثر نشاطاً فعليهم اللجوء إلى الاستراتيجية الثانية: أي المحفظة الاستثمارية المُرَكَّزة.

تحديات الاستثمار المُرَكَّز

إن هدفي حتى الآن هو أن أضع بين يديك الطرح الذي استخدمه بَفِت بنجاح كبير لاتباع سبيل الاستثمار المُرَكَّز. ولن تكون خدمتي لك كاملة إذا لم أوضح لك أن هناك نتيجة حتمية لهذا الأسلوب وهي تقلبات الأسعار العالية. حينما يتم تركيز محفظتك الاستثمارية على حفنة من الشركات يكون تغير الأسعار في أي منها أكثر وضوحاً وأشمل تأثيراً على المحفظة.

القدرة على مقاومة تقلبات الأسعار دون تخمين غير ضروري أمرٌ حتمي لراحة بالك وتحقيق نجاحك المالي في نهاية المطاف. والتلاؤم معها هو مسألة إدراك الآثار الجانبية العاطفية للاستثمار التي سنتناولها في الفصل الحادي عشر.

المسائل المتعلقة بالمال أمور تشتمل على أكبر قدر من العاطفة. وهذا أمر لن يتغير أبداً. ولكنك في ذات الوقت لست بحاجة إلى أن تكون في كل حين تحت رحمة هذه العواطف لدرجة تعوق العمل العقلاني. المفتاح هو المحافظة على عواطفك ضمن المنظور المناسب وهو أمر سهل جداً إذا فهمت شيئاً عن علم النفس الأساس المتعلق بهذا الشأن.

تحديات النجاح

إن التحدي الذي يواجهه وورن بَفِت لايكمن في علم النفس، فهو يفهم الجانب العاطفي للاستثمار بشكل جيد كأي شخص آخر بل وأفضل من كثيرين، لكنه يكمن في المحافظة على مستوى العائدات التي يتوقعها الآخرون منه. ويدخل في هذا الأمر عاملان: الأول هو أنه لم يجد في السنوات الأخيرة العديدَ من الأسهم

التي تلبي معاييره الخاصة بالأسعار. وهذه مشكلة السوق. أما الثاني فهو أنك عندما تدير شركة بمئة مليار دولار فإن التحرك قيد أنملة يتطلب مستوى هاماً من العائد الاقتصادي، وهذه مشكلة الحجم.

يشرح بَفِت هذا الأمر كما يلي: « قبل بضع سنين كانت تدهشنا فكرة تعادل عشرة ملايين دولار وتصنع لنا الأعاجيب. أما اليوم فإن مجموعة من عشرة أفكار مماثلة وثلاثة أضعاف قيمة كل فكرة لن تزيد من قيمة شركة بيركشيَر إلا بمقدار ربع الواحد بالمئة. ونحن بحاجة إلى مليارات كي نتمكن اليوم من تحقيق مرابح ذات مغزى. وليس من السهل إيجاد مثل هذه المبالغ.»[23] كان هذا الكلام عام 2002. وقد استمرت قيمة شركة بيركشيَر الصافية في النمو منذ ذلك الحين. ومن المفروض أن تزداد عملية إيجاد هذه «المليارات» صعوبة في هذه الأيام.

الخبر الطيب لمعظم المستثمرين هو أن بمقدورهم إبعاد أساليبهم التي تناسب المليارات. والخبر الطيب الآخر هو أن الأمور الجوهرية الخاصة بالاستثمار المُركز مازالت قيد التطبيق بصرف النظر عما في جيوبهم. فليس المهم مقدار المال الذي تتعامل به، بل حاجتك إلى أن تفعل مثل بَفِت. ضع مراهناتك الكبيرة في الوقائع ذات الاحتمالية الكبيرة.

●●●

علم النفس النقدي

إن دراسة السبب الذي يحركنا رائع بلا حدود. وما يُحَيّرني أنه يلعب دوراً قوياً في الاستثمار. حيث العالَم الذي يدرك فيه الناس أن الأرقام عديمة الإحساس، والبيانات التي لاروح فيها تسيطر عليهم. وعندما يصل بنا الأمر إلى القرارات الاستثمارية نجد سلوكنا شاذاً بل متناقضاً في بعض الأحيان وأبْلهَ في أحيان أخرى. فقراراتنا اللامنطقية تظل لامنطقية أبداً وليس ثمة نمط يمكن تمييزه. إذ نتخذ قرارات جيدة لأسباب مُبهَمة وقرارات سيئة لأسباب غير جيدة أبداً.

لكن الأمر المؤلم على وجه الخصوص، والذي يحتاج جميع المستثمرين إلى إدراكه، أنهم في غالب الأحيان ساهون عن قراراتهم السيئة. ويتعيّن علينا ـ كي نفهم الأسواق والاستثمار بشكل كامل ـ أن ندرك تهوّرنا وأن كل صغيرة لها من الأهمية لدى المستثمر كما للكبيرة في قدرته على تحليل ميزانية أوبيان بالأرباح.

إنها دراسة معقدة محيّرة خدّاعة. ذلك أن جوانب قليلة من الوجود الإنساني تحمل من العواطف أكثر مما تحمله علاقتنا بالمال، وأن العاطفتين اللتين توجهان القرارات في جوهرها هما الخوف والجشع. فالمستثمر ـ مدفوع بأحدهما أوكليهما ـ يشتري ويبيع الأسهم في غالب الأحيان بأسعار جنونية تعلو أو تنخفض كثيراً عن قيمة الشركة الذاتية. وبعبارة أخرى تتأثر الأسهم بعاطفة المستثمر أكثر منها بجوهريات الشركة.

يمكن تفسير الكثير من دوافع قرارات الناس الخاصة بشراء الأسهم من خلال مبادئ السلوك الإنساني فقط. وبما أن السوق هي بالتعريف مجموعة القرارات التي يتخذها كل مَن يشتري أسهماً، فليس من قبيل التضخيم أن نقول إن القوى النفسية تدفع وتكبح السوق بكاملها.

ولذلك يتعيَّن على مَن يأمل بالمشاركة في السوق وتحقيق الأرباح أن يدع مجالاً للتأثير العاطفي، وهو ذو شقين: إبقاء وضعك العاطفي تحت السيطرة بقدر الإمكان، واستبقاء يقظتك ناشطة على الدوام كي تدرك اللحظة التي تتوفر لك فيها فرصة ذهبية، حين يتخذ المستثمرون الآخرون قرارات عاطفية.

> **تحقيق النجاح في الاستثمار لايتعلق باختبار الذكاء حينما تحقق فيه علامة اعلى من 125، وعندما تتحلى بالذكاء العادي تكون بحاجة فقط إلى المزاج الدي يجعلك تتحكم بالسلوكيات التي تدفع بالآخرين إلى المشكلات في ميدان الاستثمار.[1]**
>
> **وورن بفت، 1999**

الخطوة الأولى في الحكم على تأثير العاطفة في الاستثمار تكمن في إدراك هذا التأثير. وهناك لحسن الحظ معلومات طيبة بين أيدينا لهذا الغرض. أولى علماء النفس في السنوات الأخيرة اهتمامهم بكيفية فقدان مبادئ السلوك الإنساني الراسخة قوتها حينما يتمثل الدافع بالمال. يُطلَق على هذا المزج بين الأمور الاقتصادية وعلم النفس اسم المالية السلوكية، وهي اليوم في أولى خطواتها نزولاً من أبراجها العاجية في الجامعات لتصبح جزءاً من المحادثات المعرفية بين أهل علم الاستثمار الذين إذا نظروا فيما حولهم وجدوا بينهم ظِل بن غراهام المبتسم.

مزاج المستثمر الحقيقي

حثَّ بن غراهام تلامذته ـ كما نعلم ـ على تعلّم الفرق الأساس بين المستثمر والمضارِب. فقال إن المضارب يحاول أن يتوقع تغيرات الأسعار، ويستفيد منها، أما المستثمر فيبحث فقط عن الاستحواذ على شركات بأسعار معقولة، ثم أفاض في الشرح: المستثمر الناجح هو في الغالب شخص يتحلى بمزاج معين: هادئ صبور عقلاني، والمضارب بالمزاج المضاد: قلق عجول لاعقلاني، عدُوّه الأكبر ليس سوق الأوراق المالية بل نفسه. وربما أبدع كثيراً في الرياضيات والمالية والمحاسبة، لكنه غير مؤهل للربح من العملية الاستثمارية إذا لم يكبح جماح عواطفه.

ربما فهمَ غراهام إسفنجيَّة السوق العاطفية كما فهمها علماء النفس المُحْدَثون، بل ربما أكثر، كما أن رأيه ـ في أن المستثمرين الحقيقيين يُعرَفون من خلال أمزجتهم ومهاراتهم ـ صحيحٌ في الوقت الراهن كما كان عند انطلاقته.

يتصف المستثمرون بالميزات التالية:

● *المستثمرون الحقيقيون هادئون*، وهم يَعرفون أن أسعار الأسهم ـ التي تتأثر بجميع القوى المعقولة واللامعقولة ـ عرضة للارتفاع والانخفاض، وأن هذا الأمر ينسحب على الأسهم التي يمتلكونها. وحينما يحدث هذا الأمر يتصرفون برباطة جأش إدراكاً منهم أن الأسعار ستعود إلى الإرتفاع طالما احتفظت بسِماتها التي اجتذبتهم كمستثمرين في المقام الأول، ولا ترتعد فرائصهم من الخوف في الوقت نفسه.

وهنا يظهر بَفِت فظاً: يجب ألا تقومَ لك في سوق الأوراق المالية قائمة إلا إذا رأيت قيمة أسهمك تنخفض إلى النصف دون أن ترتعد فرائصك من الخوف، ويضيف إن عليك أن ترحب بتدني الأسعار ـ فهو طريقة لزيادة مُقتنياتك بصورة مربحة ـ طالما طابت نفسك بما تملك من الأعمال.

وفي الجهة المضادة من الطيف يحتفظ المستثمرون الحقيقيون بهدوئهم في وجه ما نطلق عليه عبارة تأثير العوام الذين يتدافعون إلى بقعة الضوء حينما تنتقل إليها أسهمٌ أو صناعة أو صندوقُ استثمار مشترك بصورة مفاجئة، والمشكلة هنا تكمن في انعدام فرصة الربح عندما يختار كل واحد الخيار نفسه لأن «كل واحد» يعرف أن ذلك ما يجب عليه أن يفعله. تحدَّث بَفِت في تعليقات أوردتها مجلة فورشن *Fortune* في نهاية عام 1999 عن عامل «عدم إمكان التخلف عن الركب» الذي سرت عدواه إلى كثير من المستثمرين في السوق المتصاعدة.[2] ويبدو أن صيغة تحذيره هي: يساورُ المستثمرين الحقيقيين القلقُ من الالتحاق بالركب دونما استعداد، وليس من التخلف عن الركب.

- *المستثمرون الحقيقيون صبورون*، وهم ـ بدل مجاراة الجماهير في عواطفها ـ ينتظرون الفرصة المناسبة، ويقولون «لا» أكثر من «نعم». يعيد بَفِت إلى الأذهان الفترة التي اشتغل فيها بشركة غراهام ـ نيومان Graham-Newman في تحليل الأسهم بحثاً عن إمكان الشراء. وكان بن غراهام يرُدّ توصياته في معظم الأحيان، إذ لم يكن راغباً على الإطلاق بشراء الأسهم إلا أن تكون جميع الحقائق في صالحه. وذلك كما يقول بَفِت ـ الذي تعلم من هذه التجربة ـ إن القدرة على قول 'لا' ذات فائدة كبيرة للمستثمر.

> **لايتعيَّن علينا أن نكون أكثر ذكاء من الآخرين؛ بل أكثر تنظيماً منهم.**[3]
>
> **وورن بفِت، 2002**

يعتقد بَفِت أن كثيراً من مستثمري هذه الأيام يشعرون بالحاجة إلى شراء عدد كبير متنوع من الأسهم التي تكون معظمها ذات أداء متوسط، بدل انتظار حفنة من الشركات الاستثنائية. ويستخدم تشبيه البطاقة المثقبة في تعزيزه

لدروس غراهام، فيقول: «يجب على المستثمر أن يتصرف كمن يمتلك بطاقة قرارات مثقبة يستخدمها طوال حياته ليس فيها إلا عشرون ثقباً تتناقص مع كل قرار يتخذه فلا يتبقى منها سوى الأقل لبقية حياته».[4] فإذا تم كبْح جماح المستثمرين بهذه الطريقة أجبروا ـ برأي بَفِت ـ على الانتظار إلى أن تطفو على السطح فرصة استثمارية عظيمة.

● *المستثمرون الحقيقيون عقلانيون*. وهم ينطلقون إلى السوق وإلى العالم من قاعدة واضحة التفكير، فلا هم متشائمون ولا متفائلون دون تعقل، بل منطقيون وعقلانيون.

يجد بَفِت غرابة في أن كثيراً من الناس لايحبون عادة الأسواق التي تكون لصالحهم، ويفضلون الأسواق التي تضع العراقيل أمامهم باستمرار، ويتفاءلون عندما ترتفع أسعار السوق ويتشاءمون عندما تنخفض، فماذا تراهم فاعلين إذا تقدموا خطوة في تفعيل هذه المشاعر؟ يبيعون بأسعار منخفضة، ويشترون بأسعار مرتفعة، وهذه ليست استراتيجية رابحة.

يظهر التفاؤل بلا سبب حينما يظن المستثمرون ـ دون اكتراث ـ أن القدر سيبتسم لهم بطريقة ما وأن الأسهم التي اختاروها ستكون ضمن الأسهم المئة التي سترتفع أسعارها، وهذا على الخصوص شائع في الأسواق المتصاعدة حيث تسود التوقعات بارتفاع الأسعار. لايرى المتفائلون حاجة في إجراء بحث وتحليل جوهريين يكشفان عن الرابحين الحقيقيين على المدى الطويل (حيث وُجد على سبيل المثال عدد قليل مِمَّن يحتفظون بأسهم في شركات تبدو مشابهة لما تنتهي اسماؤها بنقطة كوم dot-coms) ، لأن الأرقام قصيرة الأمد شديدة الإغراء.

التشاؤم الذي لاسبب له والموجه نحو شركة أو سوق ما يدفع بالمستثمرين على العموم إلى البيع تماماً في الوقت غير المناسب، ويرى بَفِت أن المستثمرين الحقيقيين يبتهجون حينما يصبح بقية العالم متشائماً، لأنهم يرون في تلك اللحظة وقتاً مناسباً تماماً لشراء شركات جيدة بأسعار مناسبة، ويقول إن

التشاؤم «أكثر أسباب الأسعار المتدنية شيوعاً .... نحن نريد ممارسة العمل في مثل هذه الأجواء، ليس لأننا نحب التشاؤم بل لأننا نحب الأسعار التي تتمخض عنه، وما من عدو للشاري العقلاني إلا التفاؤل».[5]

إحساس المستثمر بالتفاؤل أو التشاؤم هو تعبير عن الحالة التي يرى المستقبلَ عليها. فالتنبؤ بما سيحدث لاحقاً هو في أحسن حالاته ضرب من المخادعة، والجنون البيِّن يَظهَر عندما يكون التفاؤل (أو التشاؤم) قائماً على العواطف أكثر منه على الأبحاث. لا يحاول بَفِت ـ وهو القائل في يوم من الأيام: «إن القيمة الوحيدة للمتبئين بحالة الأسهم هي أنهم يُحَسِّنون من صورة المنجّمين» ـ أن يتوقع الفترات التي يُحتمل فيها أن ترتفع السوق أو تهبط،[6] بل ينظر إلى الوضع العاطفي العام في كامل السوق، ويتصرف بما تمليه عليه رؤيته. ويشرح ذلك بقوله: «نحن نبذل مجرد محاولة لأن نكون خائفين حينما يكون غيرنا جشعين، وأن نكون جشعين حينما يخاف غيرنا».[7]

نقدم لكم السيد سوق (*Mr. Market*)*

أوجد غراهام شخصية رمزية اسماها «السيد سوق» كي يبين لطلابه مدى قوة الرابطة بين العواطف وبين تقلبات السوق وليساعدهم على إدراك حماقات الخضوع لهذه العواطف، وكثيراً ما شارك بَفِت المساهمين في شركة بقصة السيد سوق هذه.

لنتصور أنك شريك السيد سوق في عمل خاص، وأنه يقدم إليك كل يوم دونما انقطاع السعرَ الذي يرغب في أن يشتري به حصتك أو يبيعك حصته، والعمل المشترك بينكما محظوظ بتميّزه بخصائص اقتصادية راسخة، لكنه يكتفي بعرض أسعاره، لأنه كما ترى متقلب من الناحية العاطفية، فهو مستبشر عظيمُ التفاؤل في بعض الأيام، فلا يرى أمامه سوى الأمور المشرقة، فيَعرض

---

* رأيت أن أعرِّب كلمة Mr. Market بمعناها (السيد سوق) ترسيخاً للفكرة، وللدعابة أيضاً (المعرب)

عليك فيها سعراً عالياً جداً لقاء أسهمك في العمل، وفي بعضها الآخر محبط شديد التشاؤم لايرى ســوى المتاعب قــادمة فتكون أسعاره المعروضة لقاء ذلك منخفضة.

يتميز السيد سوق بصفات جميلة حلوة أخرى، كما يقول غراهام: فهو لايهتم بازدرائك له، وإذا تجاهلت ما قدَّمه لك اليوم عاد في غده بعرض جديد. حذر غراهام طلابه من أن الفائدة تكمن في محفظة نقوده لا في حكمته، وأن لك أن تســـــتفيد منه أو تهمله حين يَظهَر بســـــحنةٍ حمقاء، ولكن في الخضوع لتأثيره مصيبة.

«المستثمر الذي يسمح لنفسه بالذعر أو القلق الذي لاداعي له نتيجة هبوط السوق غير المبرَّر في أسعار مُقتنياته يُحوِّل مزاياه الأصيلة إلى رزايا. والأفضل له أن ينسحب إذا لم تحظ هذه المقتنيات بعرض على الإطلاق، لأنه يوفر حينئذ على نفســـه القلق الفكـــري الناجـــم عن أخطاء الآخرين في آرائهم.»[8] كما كتب غراهام.

يحتاج المستثمرون لتحقيق النجاح إلى رأي جيد بالعمل وقدرة على حماية أنفسهم من الزوابع العاطفية التي يثيرها السيد سوق، وهذان أمران متلازمان لايغني أحدهما عن الآخر. ثمة عامل هام في نجاح بَفِت هو أنه استطاع على الدوام أن ينأى بنفسه عن قوى سوق الأوراق المالية العاطفية، وهو يُعيد الفضل في تعليمه كيفية الإنفصال عن سخافة السوق إلى بن غراهام والسيد سوق.

السيد سوق يقابل تشارلي مُنغر

مضت فترة زادت عن ستين عاماً منذ أن قدَّم بن غراهام (شخصية) السيد سوق، وانقضت هذه السنون الستون منذ أن بدأ بالكتابة عن اللاعقلانية التي تسود السوق، ومع ذلك لم يَظهر تغيير كبير في سلوك المستثمرين على امتداد هذه السنين، فما زالوا لاعقلانيين في تصرفاتهم، وما زالت الأخطاء الحمقاء سيدة الموقف، وما زال الخوف والجشع يخترقان ساحة السوق.

نستطيع من خلال العديد من الدراسات الأكاديمية والاستقصاءات أن نحدد مسيرة حماقة المستثمر. وإذا اتبعنا سبيل بَفِت تمكنا من تحويل خوف الآخرين وجشعهم لمصلحتنا. ولنتحول الآن إلى شخصية أخرى، تشارلي مُنغر، حتى ندرك النواميس التي تحرك العواطف في ميدان الاستثمار على وجه الكمال.

تأثرت عمليات شركة هاثاويه إلى حد كبير بفهم مُنغر لكيفية تأثير علم النفس على المستثمرين وإصراره على أخذه بعين الاعتبار، وكان ذلك من أهم مساهماته فيها. ولقد أكد بشكل خاص على أهمية ما اسماه علم نفس سوء الحكم: ما الشيء الموجود في الطبيعة البشرية ويجر الناس إلى أن يخطئوا في أحكامهم؟

> **لجأتُ إلى علم نفس سوء الحكم في غالب الأحيان رغماً عني؛ وقد رفضته إلى ان ادركت ان موقفي كلفني الكثير من المال.**[9]
>
> **تشارلي مُنغر، 1995**

يرى مُنغر أمراً هاماً في توجه عقولنا نحو الاختصارات خلال التحليل، وسرعان مانقفز إلى الاستنتاجات، وتضليلنا سهل ونحن عرضة للتلاعب. وللتعويض عن ذلك طوَّر مُنغر عادة فكرية، أدت إلى إنقاذه بشكل جيد، وقال في خطاب ألقاه عام 1994 ونشِر في مجلة *أوتستاندينغ إنفيستر دايجست* *Outstanding Investor Digest*: «لقد عملت على أن استخدم اليوم تحليلاً بشقين، الأول يتناول العوامل التي تحكم في واقع الحال المصالحَ ذات الصلة بموضوع التحليل، والثاني التأثيرات غير المحسوسة التي تسود الدماغ في مستوى اللاوعي حيث يتم تنفيذ هذه العوامل، وهما مفيدان على حد سواء، ولكنهما في غالب الأحيان لايؤديان الوظيفة بالشكل الصحيح».[10]

المالية السلوكية

تشارلي مُنغر رائد أصيل في كثير من السُبل. فهو السبّاق في التفكير بالنواحي النفسية لمجريات السوق والحديث عنها قبل أن ينتبه إليها بصورة جدية غيره من علماء الاستثمار، وكان ذلك بداية التغيير.

المالية السلوكية هي اليوم مجال مقبول للدراسة في كليات العلوم الاقتصادية في كبريات الجامعات، وكذلك دراسة العمل الذي قام به ريتشارد ثيلر Richard Thaler في جامعة شيكاغو.

بدأ أهل العلم، ومنهم ثيلر، بالتعمق في المفاهيم النفسية لشرح النواحي اللاعقلانية في تفكير الناس بعد أن لاحظوا أنهم يرتكبون في معظم الأحيان أخطاء حمقاء، ويطرحون افتراضات لامنطقية في معالجة شؤونهم المالية. وهذا ميدان دراسي جديد نسبياً، لكن ما نتعلمه فيه رائع ومفيد بشكل بارز للمستثمرين الأذكياء.

الإفراط في الثقة

تبيّن العديد من الدراسات النفسية أن الأخطاء في الحكم تحدث لأن الناس بشكل عام مفرطون في الثقة. فإذا سألت عيّنة كبيرة من الناس عن عدد الذين يظنون منهم أن مهاراتهم بقيادة السيارات فوق الوسط رأيت الكثرة الكثيرة يقولون إنهم سائقون ممتازون. وإذا سألت الأطباء وجدتهم يعتقدون أنهم يستطيعون تشخيص الإلتهاب الرئوي بثقة تبلغ 90%، لكنها لاتتعدى الـ 50% في الوقت الراهن.

الثقة بحد ذاتها ليست سيئة، لكن فرط الثقة أمر آخر ويمكن أن يسبب ضرراً على وجه الخصوص حينما يتعلق الأمر بشؤوننا المالية. والمستثمرون الذين يفرطون في ثقتهم لايتخذون قرارات سخيفة فحسب، بل يؤثرون على كامل السوق بشكل قوي أيضاً.

تفسّر الثقة المفرطة السبب الذي يجعل العديد من المستثمرين يتخذون سبيلاً غير صحيحة، ذلك أنهم يثقون بالمعلومات التي يجمعونها ويظنون أنهم أصدق مما هم عليه في الواقع. ولو أن جميع المتاجرين ظنوا صحة معلوماتهم وأنهم يعرفون ما لايعرفه غيرهم لكانت النتيجة كمّاً كبيراً من المتاجرة.

التحيز في ردة الفعل المفرطة

أشار ثيلر إلى العديد من الدراسات التي تناولت أشخاصاً يُشدّدون على حفنة من الوقائع المتميزة بالحظ، لأنهم بزعمهم وجدوا ضالتهم. يميل المستثمرون بشكل خاص إلى التركيز على أحدث المعلومات التي يتلقونها ويستقرئون النتائج منها، ولهذا يرون أن في آخر تقرير يُبيّن الأرباح دلالة على الأرباح المستقبلية، وسرعان مايتخذون قرارات سريعة انطلاقاً من تفكير سطحي ظناً منهم أنهم يرون ما لايراه غيرهم.

الثقة المفرطة تأخذ مجراها في هذا المجال: فيظن الناس أنهم يفهمون المعطيات بصورة أوضح من غيرهم ويفسرونها بشكل أفضل، لكن الواقع أبعد من ذلك، والإفراط في ردة الفعل يزيد من شدة الإفراط بالثقة. لقد تعلم السلوكيون أن الناس يميلون إلى ردة الفعل المفرطة تجاه الأخبار السيئة ويتصرفون بردة فعل بطيئة تجاه الأخبار الجيدة.

وهذا مايسميه علماء النفس تحيزاً في ردة الفعل المفرطة. فإن يكن تقرير الأرباح قصيرة الأجل سيئاً، تكن استجابة المستثمر النموذجية إفراطاً مفاجئاً في ردة الفعل دون تروٍّ، مع ما يرافقه من أثر سيء على أسعار الأسهم.

يصف ثيلر هذا التشدد بشأن الأمد القصير بمنزلة «قصر نظر» المستثمر (وهو التعبير الطبي لقصر البصر) ويعتقد أن حال كثير من المستثمرين سيكون أفضل إن لم يتسلموا كشوفات شهرية. لقد أثبت ثيلر بالمشاركة مع السلوكيين الاقتصاديين هذه الفكرة بطريقة عصرية.

طلب ثيلر وزملاؤه إلى مجموعة من الطلاب أن يقسموا محفظة استثمارية افتراضية بين الأسهم وسندات الخزينة. وقبل ذلك أجلسوا الطلاب أمام حاسوب، واستخرجوا حساباً تشبيهياً لعائدات المحفظة على امتداد خمس وعشرين سنة متوالية، ثم أعطي نصف الطلاب كمّاً كثيراً من المعلومات تمثل طبيعة السوق المتقلبة والأسعار دائمة التغيير. أما المجموعة الأخرى فلم تعط إلا الأداء الدوري خلال خمس وعشرين سنة. ثم طلب ثيلر إلى كل مجموعة أن يخصصوا محفظتهم الاستثمارية على امتداد السنوات الأربعين القادمة.

قامت المجموعة التي أمطِرَت بالمعلومات، وأشار بعضها حتماً إلى خسائر، بتخصيص 40% من أموالها لسوق الأسهم. أما المجموعة التي تلقت معلومات دورية، فخصصت 70% من محفظتها للأسهم. ثم وجَّه ثيلر ـ الذي يحاضر سنوياً في المؤتمر السلوكي الذي يرعاه المكتب القومي للأبحاث الاقتصادية وكلية جون ف. كينيدي الحكومية في جامعة هارفرد ـ كلامه إلى الطلاب: «نصيحتي لكم هي أن تستثمروا في أسهم رأس المال، وألا تفتحوا بريدكم بعد ذلك».[11]

هذه التجربة وغيرها أبرزت أهمية رأي ثيلر عن قصر نظر المستثمر الذي يؤدي إلى قرارات حمقاء. إن سبباً جزئياً يؤدي بقصر النظر إلى مثل هذه الاستجابة اللاعقلانية يعود إلى علم النفس: رغبتنا الفطرية في تجنب الخسارة.

كراهية الخسارة

يرى السلوكيون أن ألم الخسارة أشد بكثير من فرح الربح، وقد بينت العديد من التجارب التي أجراها ثيلر وغيره أن الناس بحاجة إلى ضعفين إيجابيين للتغلب على سلبي واحد. كذلك فإن الناس لايخاطرون بأي شيء في الرهان ولو تساوت الاحتمالات إلا إذا كانت فرص الربح تساوي ضعفي فرص الخسارة.

وهذا الأمر يُعرَف باسم *كراهية الخسارة اللامتناظرة*، وفيه يكون تأثير النواحي السلبية أكبر من الإيجابية، كما أنه سِمَة أساس في علم النفس البشري. وعند تطبيق ذلك على سوق الأسهم، نجد أن شعور المستثمرين بالأسى لما خسروه يعادل ضعفي فرحهم بما ربحوه.

هذه الكراهية للخسارة تجعل المستثمرين متحفظين بصورة لاداعي لها بصرف النظر عن التكاليف. ونحن جميعاً نود أن نعتقد أننا اتخذنا قرارات جيدة ولذلك نتمسك بالخيارات السيئة فترة طويلة في ضوء الأمل الغامض بتحسن الأمور إلى الأفضل. وإذا لم نبع مصادر خسارتنا فلن نواجه إخفاقنا نهائياً، وإنك لتترك ربحاً محتملاً يمكن أن تحققه عن طريق إعادة استثمارك بذكاء.

المحاسبة الفكرية

الناحية الأخيرة للمالية السلوكية الجديدة بانتباهنا هي التي اتفق علماء النفس على تسميتها *المحاسبة الفكرية*، وهي تدل على عادتنا في تحويل نظرتنا إلى المال كونه تغييراً في الظروف المحيطة بنا. نحن نميل إلى وضع المال في تفكيرنا ضمن «حسابات» مختلفة. وهذا يحدد الطريقة التي نفكر باستخدامه بها.

ولنورد هذه الحالة البسيطة على سبيل التمثيل. لنتصور أنك قد عدت إلى البيت قبَيل هنيّهة مع زوجك من سهرة. وتناولت محفظتك لتدفع إلى جليسة الأطفال. فاكتشفت أن ورقة العشرين دولاراً التي ظننتها فيها غير موجودة، ولذلك تتوقف ـ في طريقك لإيصال الجليسة إلى منزلها ـ عند الصراف الآلي وتستحصل على قطعة عشرين دولاراً أخرى. وفي اليوم التالي تكتشف أن القطعة الأولى التي بحثت عنها موجودة في جيب ردائك.

فإذا كنت مثل معظم الناس طربْت لأن القطعة التي وجدتها في جيبك هي مال «لُقطَة»، ورغم أن القطعتين الأولى والثانية قد خرجتا من حسابك، وأنهما تمثلان مالاً بذلت العرق في كسبه، لكن القطعة التي بين يديك تمثل مالاً ماتوقعتَ حيازته، وتشعر أنك حر في التصرف به على هواك.

ومرة أخرى يقدم لنا ريتشارد ثيلر تجربة أكاديمية ممتعة ليبين لنا هذا المفهوم، إذ بدأ في دراسته بمجموعتين من الناس. أعطيت المجموعة الأولى مبلغ 30 دولاراً عداً ونقداً وأعطي لهم خياران:

(1) يمكن أن يضع كل شخص النقود في جيبه وينصرف.

أو (2) يقامروا بقذف قطعة نقدية معدنية في الهواء، فإذا ربحوا حصلوا على ٩ دولارات إضافية وإذا خسروا حسمت منهم الدولارات التسعة. فكان أن قامر معظمهم (70%) لأنهم تصوروا أنهم سيكسبون على الأقل 21 دولاراً بمنزلة مال لقطة.

أما أفراد المجموعة الثانية فقد عرض عليهم خيار آخر:

(1) يمكن أن يقامروا على أساس إلقاء قطعة نقدية معدنية في الهواء، فإذا ربحوا حصلوا على 39 دولاراً وإذا خسروا أخذوا 21 .

أو (2) يأخذوا 30 دولاراً خالصة دون إلقاء القطعة النقدية في الهواء، فكان أن قرر أكثر من نصفهم (57%) أن يأخذوا المال المؤكد. كلتا المجموعتين أيدتا ربح المقدار نفسه من المال والاحتمالات نفسها لكنهما أدركتا الحالة بصورة مختلفة.[12]

التسامح بالخطر

بالطريقة نفسها التي يقوم بها المغناطيس القوي بتجميع كل القطع المعدنية المتناثرة حوله يقوم مستوى التسامح بالخطر لديك بتجميع كل عناصر علم النفس المالي. إن المفاهيم النفسية هي أشياء مجردة، تتجسد حقائق في القرارات اليومية التي تتخذها بشأن الشراء والبيع، والخيط المشترك في جميع هذه القرارات يكمن في كيفية إحساسك بالخطر.

في السنوات القليلة الماضية كرَّس علماء الاستثمار طاقة لابأس بها لمساعدة الناس على تقييم مدى تسامحهم بالخطر. ظنوا في البداية أن الأمر سهل، واستطاعوا من خلال المقابلات ولوائح الأسئلة الإستقصائية أن يكوِّنوا صورة عن الخطر عند كل مستثمر. لكن المشكلة هي أن التسامح بالخطر متأصل في العاطفة، وهذا يعني أنه يتغير بتغيّر الظروف. عندما تنخفض السوق بشكل

مأساوي يظهر الحذر حتى عند الذين يمتلكون صورة هجومية. وفي السوق المنتعشة يضيف المستثمرون الذين يُظن أنهم محافظون المزيد من الأسهم بالسرعة نفسها التي يضيفها فيها المستثمرون الهجوميون.

تتطلب صورة الخطر الحقيقية الغوص إلى مستوى أعمق من الأسئلة التقييمية القياسية واستقصاء أمور، يدفعها علم النفس. قبل سنوات قليلة وضعتُ ـ بالاشتراك مع الدكتور جستن غرين Justin Green من جامعة فيلانوفا Villanova ـ أداة لتحليل الخطر تركِّز على الشخصية بالمقدار نفسه الذي تركز به على عوامل الخطر المباشرة والأكثر وضوحاً.

وتلخيصاً لبحثنا وجدنا أن الميل إلى ركوب المخاطر يرتبط بعاملين إنسانيين هما الجنس والعمر. فالنساء أكثر حذراً من الرجال، والمتقدمون في السن أقل رغبة بتحمل الخطر من الشباب. وقد تعلمنا من خلال دراسة العوامل الشخصية أن المستثمر الذي يتميَّز بدرجة عالية من التسامح بالخطر هو شخص يحدد أهدافاً ويعتقد أنه يتحكم بالظروف ويمكن أن يؤثر بالنتائج. وهو يرى سوق الأوراق المالية بمنزلة معضلة طارئة تتضافر فيها المعلومات مع الخيارات العقلانية فتؤدي إلى نتائج مُربحة.

يرى المستثمرون أن تداعيات المالية السلوكية واضحة. فهناك أمران متعلقان كثيراً بكيفية تفكيرنا بالمال، أولهما كيف نقرر أن نستثمر، وثانيهما كيف نختار أن ندير شؤون هذه الاستثمارات. طُرِحَت المحاسبة الفكرية كسبب إضافي يدعو الناس إلى عدم بيع الأسهم ذات الأداء السيء. فالخسارة في تفكيرهم لاتتجسد حقيقة إلا أن يشتغلوا بها. ثمة صلة قوية أخرى تتعلق بالخطر، فنحن أقرب مانكون إلى ركوب الخطر باستخدام مال لُقطَة. تشدِّد المحاسبة الفكرية ـ من منظور عريض ـ على فرضية السوق التي تتسم بالفاعلية. فهي تبيِّن أن القيم السوقية لاتحدَّد من خلال المعلومات المتراكبة فحسب، بل بكيفية معالجة الناس لهذه المعلومات أيضاً.

علم نفس الاستثمار المُرَكَّز

يتجسد كل ما تعلمناه عن علم النفس والاستثمار في شخص وورن بَفِت، الذي آمن بأبحاثه وليس بحظه، وانبثقت أفعاله من الأهداف التي أمعن التفكير فيها، ولم يَحِدْ عن الجادة بسبب الحوادث قصيرة الأمد. وهو يفهم عناصر الخطر الحقيقية ويقبل بالنتائج بكل ثقة.

كانت المالية السلوكية قبل زمن طويل من صياغتها مفهومة ومقبولة من قبل حفنة من المُنشقين من أمثال وورن بَفِت وَ تشارلي مُنفر الذي بيَّن أنه عندما تخرج مع بَفِت من الجامعة «دخلا ميدان العمل ليجدا أنماطاً هائلة من اللاعقلانية الشديدة يمكن التنبؤ بها.»[13] لم يكن يعني التنبؤ بوقت اللاعقلانية، بل بالفكرة التي تقول إنها تقود ـ عند حدوثها ـ إلى أنماط سلوكية لاحقة يمكن التنبؤ بها.

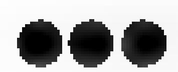
حين يصل الأمر إلى الاستثمار تكون العواطف حقيقة واقعة لامِرْيَة فيها، تؤثر على سلوك الناس، وعلى أسعار السوق في نهاية المطاف. إنني متأكد من أنكم استشعرتم أن فهم سببين، يحركان الدوافع الإنسانية، له قيمة كبيرة في استثماراتكم:

1ـ ستكون لكم دلائل تساعدكم على تجنب أكثر الأخطاء شيوعاً.

2 ـ ستقدِرون على إدراك أخطاء الآخرين في الوقت المناسب للاستفادة منها.

كلنا ضعفاء في مواجهة الأخطاء الفردية في الحكم، والتي يمكن أن تؤثر على نجاحنا الشخصي. عندما يرتكب ألف أو مليون شخص أخطاءً في الحكم، يكون التأثير الجماعي دافعاً للسوق نحو الاتجاه المدمِّر. وحينئذ يكون الإغراء في مسايرة الجمهور كبيراً جداً. ويتراكم الحكم السيء بعضه فوق بعض، ولعل النجاة ـ في هذا البحر المتلاطم من السلوك اللاعقلاني ـ تكون من حظ الذين يتصرفون بطريقة عقلانية دون غيرهم.

المستثمرون الناجحون المُرَكِّزون بحاجة إلى نوع معين من المزاج. فالطريق وعرة على الدوام، ومعرفة السبيل الصحيحة التي ينبغي سلوكها غالباً ما تعاكس الحدْس. وقد يكون دوران سوق الأوراق المالية المحوري المتوالي مصدر قلق للمستثمرين، فيندفعوا إلى السلوك اللاعقلاني. إنك بحاجة إلى ترقب هذه العواطف والاستعداد للتصرف بتعقل، حتى في الظروف التي تدعوك غرائزك بقوة إلى التصرف المعاكس. ولكن المستقبل كما تعلمنا يمنح المكافأة للاستثمار المُرَكَّز بما يكفي لضمان جهودنا القوية.





الرجل اللامعقول

كتب جورج بيرناردشو George Bernard Shaw: «الرجل المعقول يكيِّف نفسه مع العالم، والرجل اللامعقول يصر على محاولة تكييف العالم معه. وعلى ذلك فإن التقدم بكامله يعتمد على الرجل اللامعقول.»[1]

هل نستنتج أن «الرجل اللامعقول» هو وورن بَفِت؟ وفي هذه السبيل يتعين علينا أن نفترض أن أسلوبه الاستثماري يمثل تقدماً في عالم المال، وهذا افتراض أطرحه بلا قيود، فنحن ـ حين ننظر إلى إنجازات الرجال «المعقولين» الحديثة ـ نرى في أحسن الأحوال عدم الإنتظام، وفي أسوئها المصائب.

عندما يأتي ذكر ثمانينيات القرن العشرين يُحتمَل أن تعَدّ بمنزلة عَقد الصدمة المستقبلية لُمجريات الإدارة المالية، حيث سادت فيها المتاجرة بالبرامج وشراء المديرين حصصاً مهيمنة في الشركة بأسعار التراب وسندات شديدة المخاطرة وأوراق مالية منبثقة عن أوراق أخرى ومؤشرات مستقبلية جعلت فرائص الكثيرين من المستثمرين ترتعد خوفاً. لقد زالت الفروقات بين مديري المال وحلّت نزوة الحواسب محل تزاحم الأبحاث الجوهرية، والصناديق السوداء محل مقابلات الإدارات واستقصاءاتها، والأتمتة محل البديهة.

وزاد الطين بلّة في أواخر تسعينيات القرن العشرين، فساءت الأحوال أكثر حين تعاظم طغيان ظاهرة على الأسواق عُرفت بشكل عام باندفاع شركات النقطة ـ كوم dot-com واسماها وورن بَفِت «الفقاعة الهائلة»، وكلنا نعرف مايحدث للفقاعة عندما تتعاظم فتتفجر مخلفة وراءها بقايا لزجة تلتصق بكل من يحيط بها.

زال السحر عن معظم المستثمرين وأضحوا غرباء في أسواقهم المالية. وتركت نتائج الأسواق المتنازلة التي سادت سنوات ثلاثاً بين عامي 2000 وَ 2003 الكثيرين منهم يذوقون مرارة الأوضاع. ومن السهولة بمكان أن ندرك السبب الذي أدى إلى شيوع الاستثمار السلبي حتى في أيامنا هذه في ظل وجود الكثير من مدراء المال العاجزين عن اضافة أية قيمة لمحافظ زبائنهم الاستثمارية.

تمكن المستثمرون عبر العقود القليلة الماضية من تجربة العديد من أساليب الاستثمار المختلفة: صناديق الدفعات الدورية، والرسملة الصغيرة، والرسملة الكبيرة، وارتفاع قيمة الموجودات، والأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية، وقوة ارتفاع السعر أو انخفاضه، والأفكار الجديدة، ودوران القطاع فجاءت في بعض الأحيان بمردود مالي حسن، ولكنها أبعدت أتباعها إلى متاهات الأداء المتدني في أحيان أخرى. أما المستثمر الاستثناء ــ بَفِت ــ فلم يتعرض لفترات تدني الأداء إذ كان أداء استثماراته المُوَثق متفوّقاً جداً بشكل راسخ متوال. وحين كان المستثمرون والمضاربون على حد سواء، يلهون بأساليبهم الاستثمارية الخفية، راح بَفِت يُراكم ثروة بمليارات الدولارات المتعددة، وأدواته الأعمالُ في ذلك، ودافعه إليها فلسفته القائمة على العقل السليم.

كيف فعل ذلك؟

لعل السؤال الأنسب ــ في ظل النجاح المُوَثق لأداء بَفِت والمترافق ببساطة منهجه ــ هو: لماذا لم يطبق المستثمرون الآخرون منهجه؟ وقد يكمن الجواب في كيفية تفكير الناس بالاستثمار.

حينما يستثمر بَفِت يرى أمامه عملاً، ومعظم المستثمرين غيره لايرون إلا أسعار الأسهم، ويُمضون الكثير من أوقاتهم وجهودهم يراقبون تغيرات الأسعار ويتنبؤون بها ويتوقعونها، لكنهم لايصرفون من وقتهم إلا أقل القليل في فهم العمل الذي يمتلكون جزءاً منه. ورغم أن هذا الأمر هو من الأوَّليات، إلا أنه الأصل الذي يتميَّز بَفِت به.

أمر الأسهم بسيط. وكل ما تفعله هو شراء أسهم في عمل عظيم بسعر يقل عن قيمته الذاتية، تقوم عليه إدارة تتميز بالاستقامة والمقدرة العاليتين، ومن ثم تتملك هذه الأسهم إلى الأبد.[2]

وورن بفِت، 1990

حين ينشغل أرباب الاستثمار الآخرون بدراسة أنماط تسعير الأصول الراسمالية ومقياس ارتباط سعر السهم بحركة السوق الاجمالية، ونظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة، يكون بَفِت غارقاً في دراسة كشوف الدخل ومتطلبات إعادة الاستثمارات الراسمالية والقدرة على توليد النقد في شركاته، ذلك أنه يتميَّز عن غيره من هؤلاء المستثمرين بخبراته الشخصية وتنوع أعماله وصناعاته. «هل تستطيع حقاً أن تشرح للسمكة ماهيَّة السير على اليابسة؟» سؤال يطرحه بَفِت، ويتابع: «يوم واحد على اليابسة يعادل آلاف السنين من الكلام عنه، ويوم واحد أيضاً من إدارة عمل ما يتميز القيمة نفسها.»[3]

يرى بَفِت أن على المستثمر ورجل الأعمال أن ينظرا إلى الشركة بعين واحدة، لأنهما يريدان بالضرورة الشيء ذاته: فرجل الأعمال يريد أن يشتري الشركة بكاملها، أما المستثمر فأجزاء منها، ولذلك ينبغي عليهما من الناحية النظرية أن ينظرا إلى المتغيرات ذاتها لأنهما يسعيان نظرياً وراء المنفعة نفسها.

إذا تطلب التكيف مع استراتيجية بَفِت تغييرَ التطلعات المستقبلية، فربما تحول المزيد من المستثمرين إلى مؤيدين. لكن تطبيق أسلوب بَفِت لايتطلب تغيير التطلعات فحسب، بل كيفية تقييم الأداء وإيصاله إلى الآخرين أيضاً. المقياس التقليدي لقياس الأداء هو تغير السعر: أي الفرق بين السعر الأصلي الذي دفعته عند شرائك السهم وسعره في سوق اليوم.

يجب أن يقارب سعر السهم السوقي ـ على المدى الطويل ـ التغيّر الحاصل بقيمة العمل، أما على المدى القصير فيمكن أن تتذبذب الأسعار صعوداً وهبوطاً إلى حد كبير عن قيمة الشركة لأسباب عديد ة لامنطقية. وتبقى المشكلة كامنة في أن معظم المستثمرين يستخدمون هذه التغيرات قصيرة الأمد في الأسعار لقياس مدى نجـــاح أو إخفاق أسـلوبهم الاستثماري، حتى ولو كانت علاقتها قليلة بتغيرات قيمة العمل الاقتصادية، وكبيرة بالتوقعات الخاصة بسلوك المستثمرين الآخرين.

تزداد الأمور سوءاً حين يطالِب الزبائنُ الموظفين الماليين بتقديم تقارير أداءٍ على فترات ربعية، ويصبح أرباب الاستثمار مهووسين بتغيرات أسعار الأسهم وهم يدركون أن على هؤلاء الموظفين أن يحسّنوا أداءهم قصير الأمد، تحت طائلة خسارة زبائنهم.

> **السوق موجودة كنقطة مرجعية فقط لبيان ما إذا كان ثمة من يعرض القيام بعمل احمق.**[4]
>
> **وورن بفَت، 1988**

يرى بَفِت أن من الحماقة استخدام الأسعار قصيرة الأمد للحكم على نجاح الشركة، وهو يدع المجال ـ عوضاً عن ذلك ـ لشركاته كي تتقدم إليه بتقارير عن قيَمها من خلال تقدمها الاقتصادي، ويقوم مرة في السنة بتدقيق عدة متغيرات:

- العائد على أسهم رأس المال الابتدائية.
- التغيرات الحاصلة في هوامش التشغيل ومستويات الدَّين ومتطلبات النفقات الراسمالية.
- مقدرة الشركة على توليد النقد.

يَعرف بَفِت أن التحسّن الحاصل سوف ينعكس من خلال سعر السهم إذا ما أبدت هذه المعايير الاقتصادية بعض التحسن. ولكن ما يقع على أسعار الأسهم على المدى القصير يبقى أمراً غير ذي بال.

الاستثمار على طريقة وورن بَفِت

هدف هذا الكتاب الرئيس مساعدة المستثمرين على فهم واستخدام الاستراتيجيات الاستثمارية التي جعلها بَفِت ناجحة. وأملي ـ بعد أن نهلتم من خبرته السابقة ـ أن تتمكنوا من المضي قدُماً في تطبيق طرائقه. ولعلكم ترون في مستقبل الأيام أمثلة عن مشترياتٍ «على طريقة بَفِت» وتكونون في وضعٍ يمكنكم من الاستفادة من تعاليمه.

فمثلاً، حينما ...

- تجْبِر سوقُ الأوراق المالية أسعارَ عمل جيد على الهبوط، كما حصل لصحيفة *واشنطن بوست*.
- أو تحري معاقبة عمل ما بسبب خطر ما، كما حصل لمصرف ويلز فارغو.
- أو يفسح مستثمرٌ من خلال إهماله المجالَ لتسعير عمل ممتاز مثل كوكا كولا بنصف قيمته الذاتية.

... سينال المستثمرون ـ الذين يعرفون كيف يفكرون ويتصرفون مثل بَفِت ـ مكافآتهم.

إن طريقة وورن بَفِت الاستثمارية سهلة إلى حدٍّ خدّاع، فليس فيها برامج حاسوبية يجب استحفاظها، ولا كتب مصرفية استثمارية متعبة يجب حل رموزها، ولا يوجد من العلم شيء في تقييم عمل ثم دفع سعر يقل عن قيمته. يقول بَفِت: «ما نقوم به لايزيد عن حدود كفاءة أي شخص غيرنا، وليس من الضروري القيام أبداً بأي عمل غير عادي لتحقيق نتائج غير عادية.»[5]

السخرية هي أن نجاح بَفِت يكمن جزئياً في إخفاق الآخرين. وهو يشرح ذلك بقوله: «ساعدني وجود عشرات الآلاف (من الطلاب) الذين تخرجوا من كليات إدارة الأعمال بعد أن تعلموا أن التفكير لايجدي نفعاً أبداً.»[9] وأنا لاأقصد هنا أن ألمّح إلى أن بَفِت رجل من أواسط الناس، فهو بعيد كل البعد عن ذلك ولا مجال للمجادلة في ألمعيّته، لكن الفجوة بينه وبين غيره من أرباب الاستثمار تتوسع بسبب رغبتهم بممارسة لعبة الخاسر التي اختار ألا يلعبها. وأمام قراء هذا الكتاب الخيار نفسه.

توفر لك طريقة وورن بَفِت المساعدة على الوصول إلى عوائد استثمارية مُجزية سواء كنت قادراً على شراء 10% من شركة ما أو مئة سهم فقط. لكن هذا الأسلوب لن يساعد إلا الذين يرغبون في مساعدة أنفسهم، وعليك ـ كي تحقق النجاح ـ أن تكون راغباً بالتفكير الذاتي. وإذا احتجت إلى إثبات دائم ـ من سوق الأوراق المالية على وجه الخصوص ـ بأن قراراتك الاستثمارية صائبة خسرتَ أرباحك، أما إذا فكرتَ بنفسك، وطبقتَ مناهج فيها بعض السهولة، وتمتعتَ بشجاعة الإيمان، فقد زدْتَ من فرصك في تحقيق الأرباح إلى حد كبير.

كلما جرب الناس أشياء جديدة تملكّهم شيء من الرهبة، ومن الطبيعي أن يؤدي اعتناق استراتيجية استثمارية جديدة مختلفة إلى بعض المتاعب. الخطوة الأولى في طريق وورن بَفِت تمثل التحدي الأكبر. فإذا استطعت التغلب عليها سهلت عليك بقية الخطوات.

الخطوة الأولى: أطفئْ نور سوق الأوراق المالية

تذكَّر أن سوق الأوراق المالية تسبب الكآبة الجنونية، فهي تشعشع في بعض الأحيان بالتوقعات المستقبلية المثيرة، وبالكآبات اللامعقولة في أحيان أخرى. ومن الطبيعي أن تصنع هذه السلوكية الفرص، خصوصاً عندما تعرَض أسهمُ شركات مُبَرِّزة بأسعار منخفضة لامعقولة. إلا أن عليك ألا تغترَّ فتفسح للسوق المجال للسيطرة على أفعالك تماماً كما لاتسمح لنفسك بالسير في الاتجاه الذي ينصحك به مُشاورٌ يُظهر ميولاً كئيبة جنونية.

سوق الأوراق المالية ليست آمِرة ناهية ولكنها موجودة فقط لتساعدك عبر آليات شراء الأسهم وبيعها. وإذا ظننت أن السوق أذكى منك فقدّم لها أموالك لتستثمرها عنك في صناديق استثمارية مرتبطة بمؤشرات. أما إذا أنجزت وظيفتك، وفهمت عملك، ووثقت بأنك تعرف عن عملك أكثر مما تعرفه السوق فعليك أن تطفئ أنوارها.

لايمتلك بَفِت آلة تعرض أسعار الأسهم في مكتبه. ويبدو أنه يتدبر أموره بشكل حسن بعيداً عنها. إذا كنت تخطط لامتلاك أسهم في عمل مُبَرِّز سنوات عديدة، فلا تلتفتْ إلى مايحدث في السوق بين يوم وآخر. وما أنت بحاجة إليه فعلاً هو أن تحضُر باستطام لتبحث عن واقعة توفر لك فرصة رائعة. لكنك سترى أن محفظتك الاستثمارية تسير سيراً حسناً حتى ولو لم تنظر إلى السوق بصورة متوالية.

يقول بَفِت: «لن يزعجنا ـ بعد أن نشتري الأسهم ـ أن تغلق السوق أبوابها سنة أو سنتين. فلسنا بحاجة إلى عرض للأسعار اليومية لقاء مجموع أسهمنا في سيز See's أو إتش.إتش براون H.H. Brown لتجعل عيشنا هنيئاً. لماذا، والحالة هذه، نحتاج إلى عرض بفائدة مقدارها 7% (زادت اليوم عن 8%) على شركة كوكا كولا؟»[7]

مايزال بَفِت يخبرنا أنه ليس بحاجة إلى أسعار السوق لجعل استثمارات شركة بيركشير في الأسهم العادية صالحة. وهذا الأمر يبقى حقيقة بالنسبة إلى المستثمرين الأفراد. إنك تعرف أنك اقتربت من مستوى بَفِت عندما يتحول انتباهك إلى سوق الأوراق المالية بسؤال وحيد: «هل ارتكب أحدٌ في الفترة الأخيرة حماقة توفر لي فرصة لشراء عمل جيد بسعر رائع؟».

الخطوة الثانية: لاتقلق بشأن الاقتصاد

تماماً كما يصرف الناس ساعات دون جدوى في القلق حيال سوق الأوراق المالية، كذلك يقلقون بشأن الاقتصاد بلا ضرورة. فإذا وجدت نفسك تناقش وتجادل في أن الاقتصاد يتوازن نحو

النمو أو ينحدر نحو الكساد، أو أن أسعار الفائدة ترتفع أو تنخفض، أو أن هناك تضخم أو تحسن في العملات، فعليك بالتوقف والإستراحة.

كثيراً ما ينطلق المستثمرون من فرضية اقتصادية ثم يبحثون في أمر اختيار الأسهم التي تتناسب بصورة جيدة مع هذا التصميم الكبير. يَعُدُّ بَفِت هذا التفكير ضرباً من الحماقة، أولاً: لأنه ليس ثمة من يتمتع بقدرات تخمينية اقتصادية أكثر من قدراته على التنبؤ بأحوال سوق الأوراق المالية، وثانياً إذا اخترت الأسهم التي تستفيد من بيئة اقتصادية معينة، فأنت لابد تستدرج دوران رأس المال ومضاربات حين تقوم على الدوام بتعديل موجودات محفظتك الاستثمارية لتستفيد في برمجة الأحداث الاقتصادية اللاحقة.

يفضل بَفِت أن يشتري عملاً له فيه فرصة الاستفادة في أية بيئة اقتصادية، وربما أثرت القوى الاقتصادية الكلية في عائدات الهوامش، لكن مجمل أعمال بَفِت في نهاية المطاف قادرة على تحقيق الربح الحسن بالرغم من النزوات الاقتصادية. إن صرف الوقت بمزيد من الحكمة ـ في تحديد وامتلاك عمل يمكن أن يحقق ربحاً في جميع البيئات الاقتصادية ـ ينطوي على عقلانية أكثر من استئجار مجموعة من الأسهم، لاتفلح إلا إذا تحقق بمحض المصادفة تخمين اقتصادي.

الخطوة الثالثة: اشترِ عملاً لا أسهماً

لِنقل إن عليك أن تتخذ قراراً هاماً جداً، إذ ستمنح لك في الغد فرصة لانتقاء عمل تستثمر فيه. وحتى يكون هذا الأمر ممتعاً دعنا نتظاهر بعدم إمكان الرجوع عن قرارك هذا بعد اتخاذه، وأن عليك الاحتفاظ باستثماراتك سنين عديدة، وأن الثروة التي تتولد في نهاية المطاف عن امتلاك هذا العمل ستقيم أَوَدَك عند تقاعدك، فما هي الأمور التي تفكر بها الآن؟

ربما تتدافع عدة أسئلة في ذهنك، وتسبب لك قدراً كبيراً من الارتباك. لكن بَفِت سيبدأ ـ فيما لو أعطِيَ هذا الاختبار ـ بقياس العمل بصورة منهجية مستخدماً مذاهبه الواحد تلو الآخر:

- هل العمل بسيط ومفهوم، ويتمتع بتاريخ تشغيلي راسخ متوال ونظرات مستقبلية طويلة الأمد؟
- هل يقوم على إدارته مديرون أمناء أكفاء، يخصصون رأس المال بعقلانية، ويتواصلون بصراحة مع المساهمين ويقاومون الإملاءات المؤسساتية؟
- هل اقتصاديات الشركة في حال جيدة: تتميز بهوامش ربح عالية، وأرباح المالكين، وقيمة سوقية متزايدة تقابل الأرباح المحتجَزة؟
- وأخيراً، هل هو معروض بحسم عن قيمته الذاتية؟ وعليك هنا أن تنتبه إلى أن هذه الخطوة هي التي ينظر إليها بَفِت في سعر سوق الأوراق المالية.

إن حساب قيمة العمل غير معقد من الناحية الرياضية، إلا أن المشكلات تظهر حينما نخطئ بتقدير تدفق الشركة النقدي المستقبلي. يعالج بَفِت هذه المشكلة بطريقتين: الأولى أن يزيد من فرص تنبؤاته بالتدفقات النقدية المستقبلية بشكل صحيح من خلال الالتزام بأعمال بسيطة وذات سِمَة راسخة. والثانية أن يصر على هامش أمان بين سعر شراء الشركة وقيمتها المقرَّرة، حيث يساعد هذا الهامش على إيجاد مجالٍ يؤمن حمايته ـ وحمايتك ـ من الشركات التي تتغير تدفقاتها النقدية المستقبلية.

الخطوة الرابعة: عليك بإدارة محفظة استثمارية للأعمال

ستتغير بنية محفظتك الاستثمارية الآن بعد أن أصبحت مالكاً للعمل لامستأجراً للأسهم. وبما أنك لم تعد تقيس نجاحك فقط بمدى تغيرات الأسعار، أو مقارنة تغيرات الأسعار السنوية بمعايير الأسهم العادية، فإنك حرٌّ

في انتقاء أفضل الأعمال المتوفرة. ليس ثمة قانون يقول إن عليك أن تضمّ في محفظتك الاستثمارية كل صناعة. أو أن تضمّنها 30 أو 40 أو 50 سهماً كي تحقق تنوعاً وافياً.

يعتقد بَفِت أن التنوع الواسع مطلوب فقط حينما لايفهم المستثمرون ما يفعلون. ولو أن هؤلاء المستثمرين «الذين لايعرفون شيئاً» أرادوا امتلاك أسهم عادية لما كان عليهم إلا أن يضعوا أموالهم في صناديق استثمارية مرتبطة بمؤشر. لكن التنوع التقليدي الذي يضم عشرات من مجموعات الأسهم يؤدي غرض المستثمرين الذين لديهم «بعض المعرفة». يطرح عليك بَفِت سؤالاً يريدك أن تدرسه: إذا كان أفضل عمل تمتلكه يقدم لك أقل خطر مالي ويمتلك أفضل التطلعات المستقبلية طويلة الأمد. فلماذا تضع أموالك في عملك المفضل العشرين بدلاً من إضافتها إلى اختيارك الأول؟

تبدأ كثير من الأمور بالتغير بعد أن أصبحتَ تديرُ محفظة استثمارية تضم أعمالاً. أولها قلة في احتمالات بيع أعمالك الفضلى ليس لسبب سوى إعادة الأرباح. وثانيها اتخاذك أعمالاً جديدة بشرائها بمزيد من العناية الفائقة. وستقاوم مغريات شراء شركة هامشية. لالسبب غير أن لديك احتياطياً نقدياً. عليك بالصبر وانتظار الشركة الصحيحة. وإذا لم تنجح الشركة في المرور من خلال مصفاة مذاهبك فلا تشترها. من الخطأ أن تفترض أنك لاتحرز تقدماً إذا توقفت عن البيع والشراء. ذلك أن بَفِت يرى صعوبة كبيرة في اتخاذك مئات من القرارات الذكية في حياتك. ويفضل أن يُركِّز على محفظته الاستثمارية. حيث يتخذ حفنة من القرارات الذكية فقط.

عصارة فكرة وورن بَفِت

التخصيص العقلاني لرأس المال هو الدافع وراء استراتيجية وورن بَفِت الاستثمارية. وأهم قرار يتخذه المدير هو تحديد مصارف أرباح الشركة. والعقلانية ـ أي إظهار التفكير العقلاني عند التحديد ـ هي أكثر الصفات التي

تنال إعجاب بَفِت. ورغم النزوات التي تحيط بالأسواق المالية إلا أن شيئاً من العقلانية يسود فيها. وما نجاح بَفِت إلا نتيجة لتعيين موضع هذا الخط العقلاني وليس الإنحراف عن مسيرته.

نال بَفِت حظه من الإخفاق. وما من شك في أنه سيخفق بضع مرات في السنوات القادمة، لكن النجاح الاستثماري ليس عرَضاً مترافقاً مع العِصمة، إلا أنه يحدث بفعل الصواب أكثر من الخطأ. ولا تشذ طريقة وورن بَفِت الاستثمارية عن ذلك، فنجاحها يعتمد كثيراً على الابتعاد عن الأشياء التي توقعك في الخطأ، وهي عديدة ومُحَيِّرة (التنبؤ بأوضاع السوق، والأمور الاقتصادية، وأسعار الأسهم)، وكذلك على الأشياء التي توصلك إلى الصواب، وهي قليلة وبسيطة (تقييم عمل ما).

حينما يشتري بَفِت أسهماً يركز على متغيرين بسيطين:

سعر العمل وقيمته، ويمكن العثور على سعر العمل من خلال النظر في عروض أسعاره. أما تحديد قيمته فيتطلب حساباً. ولكنه ليس بعيداً عن مُدركات الراغبين في بذل شيء من العمل الجاد.

ليس الاستثمار بالأمر المعقد، وتحتاج إلى معرفة المحاسبة، فهي لغة الأعمال. يجب عليك أن تقرا كتاب المستثمر الذكي *The Intelligent Investor*، فأنت بحاجة إلى العقل السليم والمزاج الصحيح، وأن تكون العملية شغلك الشاغل، وابق ضمن دائرة كفاءتك. إقرا كتب بن غراهام Ben Graham وفيل فيشر Phil Fisher والتقارير السنوية وكذلك التقارير التجارية، ولكن لاتحل معادلات فيها احرف يونانية. [8]

وورن بفت، 1993

وبما أنك لم تعد تقلق بسبب سوق الأوراق المالية أو الاقتصاد أو التنبؤ بأسعار الأسهم، فأنت اليوم حرٌ بقضاء وقت أكبر في فهم أعمالك، ويمكنك أن تمضي المزيد من الوقت المثمِر في قراءة التقارير السنوية والمقالات الخاصة بالعمل والصناعة كي تحسُن بذلك معرفتك باعتبارك اليوم من المالكين. والحقيقة أن اعتمادك على غيرك ـ ممن يعيشون على تقديم النصح للناس كي يقوموا بأفعال لاعقلانية ـ يقلُّ بمقدار ماتزداد رغبتك في البحث في شؤون عملك.

ولسوف تنبثق أفضل الأفكار الاستثمارية في نهاية المطاف عن أدائك لوظيفتك، وعليك ألا تشعر بالخوف، فطريقة وورن بَفِت ليست بعيدة عن مُدركات معظم المستثمرين، ولن تحتاج إلى أن تكون مرجعاً على مستوى حملة الماجستير في إدارة الأعمال في مجال تقييم الشركات حتى تستخدم تلك الطريقة بنجاح، ومع ذلك فإذا شعرت بشيء من الانزعاج عند تطبيق هذه المذاهب بنفسك، فليس ثمة ما يمنعك من طرح هذه الأسئلة ذاتها على مستشارك المالي. إن مقدار فهمك وتقديرك لطريقة وورن بَفِت الاستثمارية يتزايد في الواقع حين تجري المزيد من الحوار حول الأسعار والقيَم.

لقد حاول بَفِت طوال حياته مباشرة الاستثمار بطرق مختلفة، إذ بدأ مطلع حياته برسم خطوط الأسهم البيانية، ثم درس بنيامين غراهام، المفكر المالي الألمعي الأكبر في القرن العشرين، وأدار وامتلك مجموعة من الأعمال مع شريكه تشارلي مُنغر، ثم خبر خلال العقود الخمسة الماضية أسعار الفائدة ذات الرقمين والتضخم الشديد وحالات تحطم سوق الأوراق المالية. لكنه وجد ضالته ـ بالرغم من كل المنغصات ـ في النقطة التي يكون فيها لكل شيء معنى؛ النقطة التي تتعايش فيها الاستراتيجية الاستثمارية مع الشخصية. «إن موقفنا الاستثماري» كما يقول بَفِت «يتناسب مع شخصياتنا والطريقة التي نريد أن نعيش بها حياتنا.»[6]

ينعكس هذا التناغم بسهولة من خلال موقف بَفِت. فهو دائماً مبتهج ويقدم الدعم، وتتملكه نشوة حقيقية حين ينطلق كل يوم إلى عمله، وفي ذلك يقول: «لدي هنا تحت يدي كل ما أريده في حياتي. أحب كل يوم، أعني أرقص هنا وأعمل مع الناس الذين أحبهم.» ٧ ويضيف «وليس ثمة وظيفة في العالم أكثر تسلية من إدارة شركة بيركشير. وإني لأخال نفسي محظوظاً بوجودي في المكان الذي أنا فيه.»[8]

●●●

ملاحظة من المعرب ورد في الصفحة ٢٨٧ رقم الحاشية ٨ ثم وردت في الصفحتين التاليتين ٢٨٨ ــ ٢٨٩ أرقام الحواشي ٦ و ٧ و ٨ والصحيح ٩ و ١٠ و ١١ ولكني تركتها دون تصحيح، فاقتضى التنويه.

إدارة الأموال على طريقة وورن بَفِت

ذات يوم صيفي حار ورطب من صيف عام 1984 باشرتُ بمدينة بلتيمور Baltimore بإدارة الأموال في شركة ليغ ميسون Legg Mason. وكنا أربعة عشر سمساراً حديثي العهد دلفنا إلى غرفة اجتماعات مشرّعة نوافذها للبدء بتدريباتنا. تسلم كل منا في مقعده نسخة من (كتاب لم يطرق مسامعي من قبل) هو *المستثمر الذكي The Intelligent Investor* لبنيامين غراهام Benjamin Graham مع نسخة مصورة عن التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه Barkshire Hathaway لعام 1983 (التي لم أسمع بها في أيامي الخالية) كتبه وورن بَفِت Warren Buffett (وما سمعت به فيما سبق).

اشتمل اليوم الدراسي الأول على تقديمنا إلى أشخاص الإدارة العليا وترحيبهم بنا، وإلى عدد من أنجح سماسرة الشركة الذين توالى أحدهم بعد الآخر في التفاخر بشروح عن أن فلسفة شركة ليغ ميسون الاستثمارية تقوم على قاعدةِ أقل المخاطر المحتملة، وقرأ كل منهم فصلاً من كتابه *المستثمر الذكي* المقدس الذي ضمّه بين يديه، وقالوا: عليكم بشراء الأسهم التي تكون نسبة سعر السهم مقسومة على الربح الصافي السنوي فيها منخفضة، ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية منخفضة أيضاً، وأرباح السهم عالية، وألا تعيروا انتباهكم إلى عدد مرات دوران سوق الأوراق المالية اليومية، لأن زعيق غنائها سيقودكم بالتأكيد إلى الاتجاه الخاطئ، على حد قولهم، وأضافوا: عليكم أن تعملوا في الاتجاه المعاكس فتشتروا الأسهم التي انخفضت أسعارها، وقلَّ راغبها، كي تتمكنوا بعدئذ من بيعها بأسعار عالية عندما تصبح مرغوبة.

كانت الرسالة التي وصلتنا خلال اليوم الأول متناغمة ومنطقية. ثم أمضينا فترة مابعد الظهر في تحليل تقارير بحثية عن شركة فاليو لاين Value Line. وتعلمنا التمييز بين الأسهم التي انخفضت أسعارها فبَدَت رخيصة والتي ارتفع سعرها وبَدَت غالية. عندما حلت نهاية حلقتنا التدريبية الأولى ساورَنا الظنُّ جميعاً أننا امتلكنا كأس الاستثمار المقدسة. وبينما كنا نتأهَّب للخروج بمُقتنياتنا ذكَّرتنا مدربتنا أن نصطحب تقرير شركة بيركشيَر هاثاويه ونقرأه قبل دروس الغد. وقالت: «كان وورن بَفِت ـ لِعلمكم ـ أشهر طلاب بنيامين غراهام.»

عدت إلى غرفتي في الفندق لقضاء الليل فلازمني الإرهاق وأعيَت عينيّ الغشاوةُ وأنهكني التعبُ، وغاص رأسي في الميزانيات وبيانات الدخل والنسب المحاسبية. والحقّ أقول إن آخر ما وددْتُ فعله هو قضاء ساعة أخرى أو نحوها في قراءة التقرير السنوي. صدقوني أنه لو اخترق جمجمتي أمر آخر من توافه الاستثمار لانفجرت، لكن يدي تثاقلتْ مترددة نحو تقرير شركة بيركشيَر هاثاويه السنوي.

بدأ بَفِت بتحية: *إلى مساهمي شركة بيركشيَر هاثاويه المحدودة*، ثم لخص مبادئ عمل الشركة الرئيسة: «إن هدفنا الاقتصادي على المدى الطويل هو زيادة معدل الأرباح السنوية إلى الحد الأقصى على أساس قيمة السهم الذاتية، ونفضل أن نحققه من خلال امتلاك مجموعة متنوعة من الأعمال التي تولّد نقداً وتثابر على ربح عائدات على رأس المال تفوق المعدلات.» ثم وعدهم: «سنكون صريحين في تقاريرنا المرفوعة إليكم. فالتأكيد على الأرقام الإيجابية والسلبية هام في تقدير قيمة العمل. ومنهجنا هو أن نخبركم بحقائق الأعمال التي نريد أن نعرفها لو تبادلنا الأمكنة معكم.»

لخصتِ الصفحاتُ الأربع عشرة التالية مقتنيات شركة بيركشيَر الرئيسة التي اشتملت على سوق نبراسكا لبيع المفروشات Nebraska Furniture Mart، وصحيفة *بافالو إيفنينغ نيوز Buffalo Evening News*، ومحلات سيز

للسكاكر See's Candy Shops، وشركة التأمين على مستخدمي الحكومة Government Employees Insurance Company، والْتزَم بكلمته إذ راح يسرد عليَّ كل ما أردتُ معرفته عن شؤون الأعمال الاقتصادية، وأفاض. فأدرج الأسهم العادية في محفظة بيركشيَر الاستثمارية التأمينية التي ضمت أفيلييتد بَبليكيشنز Affiliated Publications وجنرال فودس General Foods وأوجيلفي أند ماذر Ogilvy & Mather وآر دجيه. رينولدس إيندَسترِز R.J. Reynolds Industries وصحيفة *واشنطن بوست*. ولقد أدهشني تنقله السَّلِس المتكرر بين وصف الأسهم في المحفظة الاستثمارية وخصائص العمل بمُقتنيات بيركشيَر الرئيسة، كما لو أن تحليل الأسهم والأعمال وجهان لعملة واحدة.

حقاً لقد أمضيت كامل اليوم في الصف، أحلل الأسهم التي علمْتُ أنها حصص جزئية مملوكة في الأعمال، وعجزت عن إنجاز هذه الوصلة التحليلية الهامة، حينما درست تقرير شركة فاليو لاين Value Line رأيت أرقاماً حسابية ونسباً مالية، أما في تقرير بيركشيَر هاثاويه، فوجدت أعمالاً ذات منتجات وزبائن، وشؤوناً اقتصادية وأرباحاً نقدية. رأيت منافسين ونفقات رأسمالية، وربما توجَّب أن أرى كل ذلك عندما حللت تقارير شركة فاليو لاين لكنها ـ ومهما كانت الأسباب ـ لم ترجع الصدى بالطريقة نفسها، ومضيت أقرأ تقرير بيركشيَر فبدأ عالم الاستثمار يتفتح أمامي: وقد كان غامضاً إلى حد ما، وفي تلك الليلة كشف وورن بَفِت عن طبيعة الاستثمار الباطنة في لحظة إشراقة واحدة.

كانت تتفجر في داخلي مع إشراقة الصباح عاطفة استثمارية حديثة العهد، وعندما انتهت دروس التدريب رأيتني أعود مسرعاً إلى فيلادلفيا Philadelphia وليس لي سوى هدف واحد: سوف أستثمر أموال زبائني بطريقة وورن بَفِت.

أدركت حاجتي إلى معرفة المزيد. فبدأتُ أستجمع تصنيفاً لأرضية معلوماتية بدأ بكل تقارير شركة بيركشير هاثاويه السنوية السابقة. ثم طلبت نسخاً عن التقارير السنوية لجميع الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق، والتي استثمر بَفِت فيها. وكل مقال عثرتُ عليه في الصحف والمجلات حول وورن بَفِت أصبح من مقتنياتي.

تابعت سبيلي حينما استكملت تصنيفي الذي استطعت الحصول عليه، وكنت أهدف إلى أن أصبح خبيراً بوورن بَفِت، ثم أتقاسم هذه الرؤى المُلهِمة مع زبائني.

وعلى مر السنين التاليات أنشأتُ عملاً استثمارياً محترماً، وحققت لزبائني نجاحاً زاد عن الفشل وذلك باتباعي تعليمات بَفِت ومُنتقيات أسهمه، وسلك معظمهم أسلوبه في التفكير بالأسهم لأنها تُعد من الناحية الذهنية عملاً وحاولوا شراء أفضل الأعمال بأسعار محسومة. أما الزبائن القليلون الذين لم يلتزموا فقد تركوا الساحة، ليس لأن أسلوب بَفِت لم يكن سليماً بل لأن معاكسة التيار شكلت لهم تحدّياً عاطفياً كبيراً. لكن بعضهم تركها لأنهم لم يصبروا حتى يقطفوا ثمرة العملية وتعجلوا ممارسة النشاط، فأخرجهم عن السبيل استعجالهم للأمور. وأية أمورا عود على بدء، فإني لاأظن أني عاملت أحداً خالف بصورة علنية منطق أسلوب بَفِت الاستثماري. ومع ذلك فقد تعدد الدين لم يستطيعوا إدراك علم النفس على الوجه الصحيح.

تابعت على الدوام تجميع المُعطيات عن بَفِت: كل التقارير السنوية والمقالات الصحفية والمقابلات وجميع ما يتعلق به وبشركة بيركشيَر هاثاويه، وقرأتها وحللتها ثم صنفتها. فأنا الطفل الذي يتبع لاعب الكرة، وبَفِت بطلي الذي أحاول كل يوم أن ألوِّح بمَضرب الكرة كما يلوِّح.

زاد دافعي وتحركي قوة على مرِّ السنين كي أصبح مديراً لمحافظ الاستثمار بدوام كامل. كان سماسرة الاستثمار يتقاضون حينذاك أتعابهم على أساس مبيعاتهم ومشترياتهم، ومعظمها وفق نظام العمولة. كنت ـ بوصفي سمساراً ـ

أنجز طرف «الشراء» من المعادلة بشكل صحيح، لكن تأكيد بَفِت على اقتناء الأسهم مدة طويلة جعل طرفها الخاص «بالبيع» أصعب. واليوم تسمح معظم شركات الخدمات المالية لسماسرة الاستثمار والمشاورين الماليين بإدارة أموال زبائنها مقابل أجر وليس عمولة، وهذا في حال رغبتهم، وقد قابلت مؤخراً عدداً من مديري المحافظ الاستثمارية الذين يتقاضون أتعابهم دون النظر إلى ما يقومون به من عمليات شراء أو بيع، وإني لأرى أن ذلك يشكل الجو المثالي لتطبيق تعليمات بَفِت.

حصّلتُ في البداية خبرة بإدارة المحافظ الاستثمارية في قسم من مصرف استثماني محلي بفيلادلفيا، ثم أنجزت اعتماديَ الإلزامي محللاً مالياً مجازاً، والتحقت بعدها بشركة استشارات استثمارية، وعملت فيها بإدارة محافظ الزبائن الاستثمارية بهدف مساعدتهم على تحقيق نسبة من العائدات المعقولة ضمن مستوى معقول من المخاطر. وقد حقق معظمهم أهدافهم المالية، وهم اليوم يريدون المحافظة على ثرواتهم، ولهذا فإن معظم المحافظ الاستثمارية في شركتنا متوازنة في الوقت الراهن بين الأسهم والسندات.

بدأتُ في هذه المرحلة بكتابة أفكاري عن بَفِت كي أشاطر زبائني حكمة أسلوبه الاستثماري، فقد ظل بعد كل شيء يستثمر أربعين سنة وأقام صرحاً رائعاً في هذه السبيل، وتعلمتُ كيف ينجز ذلك دونما ضرر، ثم أضحت هذه الوريقات بعد تجميعها في نهاية المطاف أساساً لكتاب *الاستثمار على طريقة وورن بَفِت* *The Warren Buffett Way*.

قام قرار إنشاء صندوق استثمار مشترك في الأسهم على أساس المبادئ الموصوفة في كتاب *الاستثمار على طريقة وورن بَفِت* من ناحيتين. الأولى أن شركتنا التي تقدم استشارات استثمارية بحاجة إلى أداة لإدارة هذه الحسابات التي لم تكن على درجة من الاتساع، حيث تؤمّن إنشاء محفظة استثمارية مستقلة، والثانية أنني أردت أن أنشئ سجلاً لأدائي الانتقائي يقوم على تعليمات

هذا الكتاب، وأبيّن أن الأمور التي علّمها بَفِت وكتبتها كفيلة في حال اتباعها بتمكين المستثمر من توليد عائدات تتفوق على السوق، ودليل ذلك يكمن في الأداء.

أنشئ الصندوق الجديد في السابع عشر من نيسان / أبريل عام 1995، وأحسست أننا في موقف عظيم يمكّننا من مساعدة زبائننا على تحقيق نتائج تفوق المعدلات من خلال تسلحنا بالمعرفة التي حصلنا عليها من دراسة وورن بَفِت عشر سنوات ونيِّفاً مترافقة بالخبرة في إدارة المحافظ الاستثمارية سبع سنوات أيضاً. لكن ما توصلنا إليه كان مجرد سنتين من أداء استثماري دون الوسط.

فماذا حدث؟

اكتشفتُ تفسيرين هامّين ولكنهما منفصلان خلال تحليلي للمحفظة الاستثمارية وسوق الأوراق المالية عبر هذه المدة. الأول أنني عندما أنشأت الصندوق ركزتُ المحفظة الاستثمارية في معظمها على أسهم، تماثل نمط مافي جعبة شركة بيركشير هاثاويه من صحف وشركات مشروبات وأعمال مواد استهلاكية غير مستدامة وشركات خدمات مالية منتقاة، حتى إنني اشتريت أسهماً في الشركة ذاتها.

وبما أن صندوقي كان بمنزلة مختبر لتعليمات بَفِت فربما لايُدهِشكم أنَّ غالبية أسهم المحفظة مماثلة لما سبق أن اشتراها، لكن الفرق بين أسهمه في ثمانينيات القرن العشرين والأسهم ذاتها عام 1997 مذهل. فالكثير من الشركات التي ثابرتْ على تنمية عائدات مالكيها بشكل متوال إلى نسب ذات رقمين في تلك الثمانينيات تباطأتْ إلى رقم واحد مُتدنّ في التسعينيات، ناهيك من ارتفاع أسعار أسهمها المتوالي أيضاً خلال هذا العقد وتصاغر الحسم على قيمتها الذاتية مقارنة بسابقه. حينما تتباطأ اقتصاديات عملك ويضيق الحسم على القيمة الذاتية فإن فرصة تزايد عائدات الاستثمارات المستقبلية تتلاشى.

إذا تمثل العامل الأول في نقص شديد بمستوى النمو داخل المحفظة الاستثمارية، فالثاني في الحوادث خارجها. وحين تباطأت اقتصاديات أعمال المحفظة تعاظمت إلى حد كبير اقتصاديات بعض الشركات القائمة على التكنولوجيا ـ الاتصالات والبرمجيات والمزودات بخدمة شبكة الاتصالات العالمية (الإنترنت). وبما أن الصناعات الجديدة حظيت بمعظم تمويل السوق على مؤشر ستاندرد أند بورز 500 فإن سوق الأوراق المالية ذاته ارتفع بوتيرة أسرع. وسرعان ماوجدتُ اقتصاديات الأعمال التي أملكها في الصندوق متخلفة عن هذه الشركات الأحدث والأقوى ـ القائمة على التكنولوجيا ـ في قوة تصاعدها في تلك السوق.

أضحى صندوقي عام 1997 على مفترق طرق، فإذا تابعت الاستثمار في أسهم بَفِت التقليدية فربما حققتُ نتائج تقارب المعدل، حتى بَفِت نفسه أبلغ حينها مساهمي شركة بيركشيَر هاثاويه أن عليهم ألا يتوقعوا بعدئذ مكاسب استثمارية تفوق المعدل كما في ماضي أيامها. أدركتُ أن استمراري بامتلاك نفس مايمتلكه بَفِت ـ في محفظته الاستثمارية بهذه الأسعار المرتفعة والمترافقة أيضاً بالاقتصاديات المتواضعة ـ لايُحتمَل أن يؤدي إلى نتائج استثمارية تفوق المعدل لصالح حملة أسهم صندوقي. ماهو الهدف حينئذ؟ إذا لم يتمكن صندوق الاستثمار المشترك مع مرور الزمن من توليد نتائج استثمارية تفضل على مؤشر السوق الواسعة، فالأفضل للمساهمين فيه ، والحالة هذه، أن ينتقلوا إلى صندوق استثماري مشترك مرتبط بمؤشر.

كان التوقف عند هذا المفترق الاستثماري في هذه الفترة مأساوياً في ظل الأسئلة التي طرِحَتْ حول مدى وجوب الاستمرار في الصندوق، وقدرة بَفِت على منافسة الصناعات الأحدث مع استمراره في تحقيق نتائج تفوق المعدل. كذلك برز السؤال الكبير حول كوْن مجمل فلسفة التفكير بالأسهم ـ باعتبارها عملاً ـ تمثل أسلوباً مجدياً في تحليل الصناعات الجديدة التي تركز على التكنولوجيا.

علمت في أعماقي أن أسلوب بَفِت مازال مجدياً، وأن هذا الأسلوب القائم على تحليل العمل سيستمر بلا جدال في منح المستثمرين فرصة العثور على حالات سوء التسعير والاستفادة بذلك من النظرة السوقية الضيقة. عرفتُ هذه الأمور وأكثر، ومع ذلك ترددْتُ لحظات عاجزاً عن تخطي شاطئ الاقتصاد الجديد إلى اليابسة.

أسعدني الحظ أن أصادق بيل ميلر Bill Miller حين بدأتُ مسيرتي المهنية في شركة ليغ ميسون Legg Mason. وكان حينذاك يقاسم إيرني كين Ernie Kiehne إدارة صندوق استثمار أوراق مالية تباع بأقل من قيمتها الحقيقية، ويُمضي بعض الوقت مع سماسرة الاستثمار الجدد يشاطرهم أفكاره حول سوق الأوراق المالية والشركات والأفكار التي استقاها مما قرأه في الكتب التي لاحصر لها. بقيت صداقتنا قائمة بعدما تركتُ العمل في الشركة لأعمل مديراً للمحافظ الاستثمارية. وبعد صدور كتاب *الاستثمار على طريقة وورن بَفِت* كنا نتحلق المائدة المستديرة لمزيد من المناقشات المستفيضة حول الاستثمار والتحديات الناجمة عن خوض بحر الاقتصاد.

اوضحتُ في الكتاب أن بَفِت لم يعتمد على نسبة قيمة سعر السهم مقسومة على الربح الصافي السنوي فقط في انتقائه للأسهم، لكن الدافع إلى اصطناع القيمة هو شراء أوراق مالية تباع بأقل من قيمتها الحقيقية ويتمثل ذلك بأرباح المالكين وقدرة الشركة على توليد عائدات على رأس المال تفوق المعدل. كان السهم المتميز بنسبة منخفضة لسعر السهم مقسومة على الربح الصافي السنوي يولد في بعض الأحيان نقداً ويحقق عائدات عالية على رأس المال فيصبح استثماراً عظيماً، إلا أنه في أحيان أخرى يصبح مستهلِكاً للنقد ومولداً لعائدات أدنى من المعدل فيكون عبئاً وسراباً، كمن يبحث عن الأفكار في بحيرة ـ كما يقول بَفِت ـ ، غير أنه يتصاعد بفعل النقد والعائدات العالية على رأس المال المستثمَر.

تصوّر بيل هذا الأمر قبل عدة سنوات وقاد صندوق استثمار الأوراق المالية ـ التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية ـ الذي يديره في هذا الاتجاه، وحقق أربع سنوات متواليات من تفوق الأداء، فكانت تنحني له الرؤوس في المحافل الاستثمارية.

حين كان صندوقي يناضل جاهداً للحصول على موطئ قدم قابلت بيل لمناقشة الاستراتيجيات والفرص، وأبلغته أن أسلوب بَفِت راسخ فوافق، وأن السبيل الوحيدة للتفوق على سوق الأوراق المالية هو تحليل الأسهم بعَدّها أعمالاً حتى نتمكن من اكتشاف التغييرات الجوهرية ذات الجذور العميقة التي تحدث في العمل قبل التقاطه من قبل آليات السوق وتسعيره، فوافق أيضاً. وإنني متأكد من إمكان تطبيق أسلوب بَفِت على الصناعات الجديدة، لكنني غير متأكد من كيفية الانطلاق، فقال: «تعال اعمل معنا في شركة ليغ ميسون وسوف أريك كيف يثمر هذا الأسلوب».

كان بيل يتابع الشركات الجديدة في عالم التكنولوجيا مستخدماً أسلوب التقييم الذي يركز على الأرباح النقدية والعائد على رأس المال، وليس على نسب سعر الأسهم مقسومة على الربح الصافي السنوي، وكان قد اشترى في شركة ديل كومبيوتر Dell Computer عام 1996 بأرباح تعادل ستة أضعاف وعائد على رأس المال يعادل ٤٠٪. قام مديرو مال آخرون بعدئذ بالشراء في هذه الشركة ولكنهم باعوا بأرباح قدرها اثنا عشر ضعفاً لأن الحكمة التقليدية تفرض عليك الشراء دائماً بستة أضعاف والبيع باثني عشر. لكن بيل درس بدلاً من ذلك نمط العمل وسرعان ما اكتشف أن عائد شركة ديل على رأس المال يرتفع بسرعة كبيرة إلى أرقام مذهلة، تتألف من ثلاث خانات، ولذلك احتفظ بمقتنياته طمعاً بعشرين وثلاثين وأربعين ضعفاً ـ حين كان المديرون الآخرون يبيعون مقتنياتهم باثني عشر ضعفاً من الأرباح ـ وذلك ظناً منه أن قيمة الشركة مازالت أقل بكثير من حقيقتها مقارنة بنمو قيمتها الذاتية السريع، وكان على حق، فقد ولّدت استثماراته فيها عائداً على مساهميه بلغ 53000% فيما بعد.

لم يتوانَ بيل عن الاستثمار الإضافي في عالم الاقتصاد الجديد، فأحسن في شركة أمريكان أون لاين AOL واستثمر في شركات الاتصالات، وولّد عائداً استثنائياً في شركتي نوكيا Nokia ونيكستيل كوميونيكيشنز Nextel Communications . كذلك فإن شركة ليغ ميسون كابيتال مَنجمِنت Legg Mason Capital Management هي ثاني أكبر المساهمين في شركة أمازون دوت كوم Amazon.com بعد مديرها التنفيذي جيف بيزوس Jeff Bezos. وقد أضاف بيل مؤخراً شركة إيبيه eBay إلى محفظة صندوقه الاستثمارية معللاً ذلك بأنها بوابة لانطلاقة اقتصادية تشبه وضعَ مايكروسوفت عام 1993.

كانت شركة مايكروسوفت حينذاك تساوي 22 مليار دولار، وظن أكثر مستثمري الأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية أنها مقيّمة بأعلى من قيمتها بكثير، لكنها ارتفعت بحلول نهاية عام 2003 إلى 295 ملياراً، بنسبة تجاوزت 1000% في حين سجل مؤشر ستاندرد آند بورز 500 تقدماً بلغ 138% خلال الفترة نفسها.

هل كانت المخاطر المحتملة على سهم شركة مايكروسوفت قليلة عام 1993؟ يبدو ذلك صحيحاً. ومع ذلك فلم يتقدم إليها أي مستثمر بأوراق مالية تباع بأقل من قيمتها الحقيقية. هل يتميز سهم شركة إيبيه eBay اليوم بالسِّمة نفسها؟ من الواضح أننا نعتقد ذلك لكننا لانعرف ما يحل بها في غضون السنوات القليلة القادمة. غير أن هناك أمراً واضحاً لنا هو العجز عن تقرير كون سهمها يحمل هذه السِّمة أيضاً، وذلك من خلال دراسة نسبة سعره مقسومة على الربح الصافي السنوي أكثر مما تبيّنه الدراسة نفسها على مايكروسوفت وبالمعيار نفسه.

يرى بيل أن فهم متطلبات نمط الشركة يشكل جوهر قرارات الاستثمار. ماهي عوامل تحقيق القيمة؟ كيف تستطيع الشركة أن تولد نقداً؟ ما مستوى النقد الذي تستطيع الشركة أن تولده وما

معدل النمو الذي تتوقع أن تحققه؟ ما عائد الشركة على رأس المال؟ وإذا حققتْ عائداً يفوق كلفة رأس المال صنعت لنفسها قيمة، وإذا انخفض عنها دمَّرت قيمتها.

وفي النهاية فإن بيل يخرج من خلال تحليله بشعور يدله على قيمة الشركة ويقوم إلى حد كبير على القيمة المحسومة الحالية لأرباح الشركة النقدية المستقبلية. ورغم أن صندوقه يمتلك شركات تختلف عما في محفظة بَفِت الاستثمارية العائدة لشركة بيركشيَر هاثاويه، لكن أحداً لايستطيع أن ينكر أنها تقارب العملية الاستثمارية بالطريقة نفسها، مع اختلاف وحيد هو أن بيل قرر أن يأخذ الفلسفة الاستثمارية ويطبقها على امتيازات الاقتصاد الجديد التي تهيمن بسرعة على المنظور الاقتصادي العام.

عندما طلب بيل إليَّ الالتحاق بشركة ليغ ميسون كابيتال مَنِجمنت ونقل صندوقي إليها، اتضح لي أن أسلوبنا الفلسفي متطابق، لكن الفائدة الأهم من انضمامي إلى فريق بيل هي أنني الآن جزء من منظومة نذرت نفسها لتطبيق أسلوب يقوم على تقييم قيمة العمل بدلاً من الاستثمار في أية فرصة تظهر لإيجاد القيمة. ولم أعد أقف عند النظر فقط إلى الأسهم التي اشتراها بَفِت، فكل سوق الأوراق المالية الآن عُرضة للتحليل. أظن أن باستطاعتك القول إن ذلك أجبرني على توسيع دائرة كفاءتي.

أحد أخطاء تفكيري الأولى في إدارة صندوقي هو الاعتقاد الخاطئ باستحالة تحليل بُنية شركات التقنية العالية لأن بَفِت لم يمتلكها. نعم، إن هذه الأعمال التي تأسست حديثاً تنطوي على خطر اقتصادي أكثر من العديد من الشركات التي امتلكها بَفِت، فالتنبؤ باقتصاديات شركات المشروبات الغازية وشفرات الحلاقة والسجاد والدهانات والسكاكر والمفروشات أسهل بكثير من التنبؤ باقتصاديات شركات البرمجيات الحاسوبية والاتصالات الهاتفية وشبكة الاتصالات العالمية (الإنترنت).

إن عبارة «يصعب التنبؤ بها» لاتماثل عبارة «يستحيل تحليلها». ومن المؤكد أن اقتصاديات عمل تكنولوجي هي أكثر تنوعاً من الأعمال التي تنتج مواد استهلاكية غير مستدامة. لكن دراسة فكرية لطريقة عمل ما ينبغي أن تمكننا من تحديد سلسلة من إمكانات التقييم. وليس أمراً حاسماً أن نحدد قيمة الشركة على وجه الدقة مع المحافظة على فلسفة بَفِت في أننا نشتري الشركة بسعر مخصوم بشكل جيد (هامش الأمان) ضمن سلسلة إمكانات التقييم.

الأمر الذي يغيب عن تفكير أتباع بمنهجية بَفِت هو أن مردود الصواب في تحليل شركات التكنولوجيا يفوق مقدار الخطر. إن كل ما ينبغي علينا عمله هو تحليل كل مجموعة أسهم كعمل ومن ثم تحديد قيمة هذا العمل. وعلينا ـ على سبيل الحماية من خطر اقتصادي أعلى ـ أن نطلب هامش أمان أكبر في سعر الشراء.

يجب ألا ننسى أن الملتزمين بأسلوب بَفِت الاستثماري آمنوا على مر السنين بفلسفته وطبقوها على أقسام سوق الأوراق المالية المختلفة. ذلك أن العديد من المستثمرين اللامعين اشتروا أسهماً ليست موجودة في غير محفظة شركة بيركشيَر الاستثمارية. واشترى غيرهم أسهما راسمالية أصغر. لكن حفنة منهم نقلوا معهم أسلوبه إلى السوق العالمية واشتروا أوراقاً مالية أجنبية. الأمر المهم الذي يجب ألا نغفل عنه في هذا المجال هو أن أسلوب بَفِت قابل للتطبيق على جميع أنواع الأعمال بصرف النظر عن الصناعة التي تمارسها وقيمة أوراقها المالية في السوق ومكان وجودها.

حظي صندوق التنمية الخاص بي ـ منذ أن أصبحت جزءاً من شركة ليغ ميسون كابيتال مَنجمِنت عام 1998ـ بفترة أداء استثماري ممتاز. ليس لأن الفلسفة أو العمل قد تغيرا، بل لأن تطبيقهما امتد ليشمل عالماً أوسع من الأسهم. حينما يرغب مدراء المال والمحللون بدراسة جميع أنماط العمل بصرف النظر عن التصنيف الصناعي تتوسع فرصة الاستفادة من سوء التسعير السوقي العارض، وهذا يفسر العائدات الأفضل على مساهمينا.

وهذا لايعني أننا لن نجد سنوات أو أرباعاً أو أشهراً عِجافاً في بعض الأحيان، بل إنك ـ حين تراكِم جميع الفترات التي خسرنا فيها المال بسبب السوق، مع حساب أيٍّ منها ـ تجد أن مقدار المال الذي خسرناه يقل عما جمعناه عندما تفوقنا في أدائنا على السوق.

إن سجل هذا الصندوق في هذا المجال لايختلف كثيراً عن المحافظ الاستثمارية المُرَكَّزة، وهذا يعيدنا إلى أداء تشارلي مُنغر Charlie Munger وَبيل رُوين Bill Ruane وَ لو سيمبسون Lou Simpson، حيث حقق كل منهم أداء متميّزاً طويل الأمد لكنه تحمل فترات قصيرة الأمد من الضعف، واستخدم عملية لتقييم العمل من أجل بيان عدم صحة أسعار الأسهم، وأدار محفظة استثمارية مركَّزة ذات معدل منخفض لدوران رأس المال، وتمكن من خلال العملية التي استخدمها من تحقيق نتائج ممتازة طويلة الأمد على حساب انحراف معياري ذي مستوى أعلى.

أجرى مايكل موبُوسين Michael Mauboussin ـ الاستراتيجي الرئيس في شركة ليغ ميسون كابيتال مَنِجمنت ـ دراسة عن أداء أفضل الصناديق الاستثمارية المشتركة بين عامي 1992 و 2002.[1] وكان يبحث عن الصناديق التي ظلت في تلك الفترة تحت إدارة مدير واحد، ولم تكن قيمة أصولها تقل عن مليار دولار، وتفوّقت في أدائها على مؤشر ستاندرد أند بورز 500 مدة عشر سنوات، فتجاوز 31 صندوقاً هذا الحد.

ثم نظر في العملية التي استخدمها كل مدير للتفوق على السوق، وأفرد أربع صفات تتفرد بهذه المجموعة عن غالبية مديري الصناديق:

1ـ *دوران رأس مال المحفظة الاستثمارية:* تتميَّز الصناديق الاستثمارية المشتركة التي تتفوق على السوق على العموم بمعدل منخفض لدوران رأس المال يبلغ 30% تقريباً، وهذا يقابل معدل دوران رأس المال البالغ 110% العالي في الصناديق المشتركة للاستثمار في أسهم رأس المال.

2 ـ تركيز *المحفظة الاستثمارية*: تميل الصناديق المتفوقة في أدائها على المدى الطويل إلى تركيز في محافظها الاستثمارية أكبر من الصناديق الاستثمارية المرتبطة بمؤشر أو الصناديق المشتركة للاستثمار في أسهم رأس المال. وتخصص صناديق الاستثمار المشتركة متفوقة الأداء ـ بوجه عام ـ 37% من أصولها للأسماء العشرة الأولى في قوائمها.

3 ـ *طريقة الاستثمار*: الغالبية العظمى من الصناديق المتفوقة في أدائها على السوق المذكورة أعلاه تقرن أسلوب القيمة الذاتية بانتقاء الأسهم.

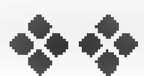
4 ـ *الموقع الجغرافي*: حفنة قليلة فقط من الصناديق المتفوقة في أدائها على السوق تنحدر من المراكز المالية في الساحل الشرقي أو نيويورك أو بوسطن. ومعظم الصناديق التي تحقق عائداً استثمارياً عالياً ناشئاً عن مخاطر محددة غير سوقية أتخذت مقراتها في مدن مثل شيكاغو Chicago وسولت ليك سيتي Salt Lake City وميمفيس Memphis وأوماها Omaha وبلتيمور Baltimore إن بُعدها عن حمّى جنون نيويورك وبوسطن Boston ـ حسب اقتراح مايكل ـ يخفف من فرط النشاط الذي يهيمن على المحافظ الاستثمارية العائدة لهذا العدد الكبير من صناديق الاستثمار المشتركة.

هناك، مع ذلك، خيط مشترك للتفوق في الأداء هو استراتيجية المحفظة الاستثمارية التي تؤكد على الرهان المُركّزة وعائد دوران رأس المال المنخفض وعملية انتقاء الأسهم التي تؤكد بدورها على قيمة السهم الذاتية. ويتساوى في ذلك المستثمرون النجوم في رحاب غراهام وَ دود Graham-and-Doddville أو في رحاب بَفِت Buffetteville أو مديرو الصناديق الاستثمارية المشتركة التي استقصاها مايكل في بحثه.

ومع ذلك ـ وفي ظل جميع الدلائل على كيفية تحقيق النتائج التي تفوق المعدلات ـ فما زال العدد الأكبر من مديري المال مستمرين في أدائهم المتدني عن سوق الأوراق المالية. ويرى بعض الناس آن هذا دليل على كفاءة السوق. ربما يتم

تسعير الأسهم بدقة أكبر في ظل المنافسة الشديدة بين مديري المال. ولعل هذا صحيح إلى حدٍّ ما. نحن نعتقد أن كفاءة السوق تحسنت، وأن فرص استجلاب الربح قلّت في سوق الأوراق المالية التي تستخدم التقنيات ذات التفكير الساذج في تحديد القيمة. ومن المؤكد أنه لم يعد ثمة من يعتقد أن السوق في طريقها إلى السماح بسرقتها من خلال احتساب نسبة سعر السهم مقسومة على الربح الصافي السنوي.

من المحتمل أن يقوم المحللون ـ الذين يفهمون التغييرات عميقة الجذور ويكشفون الأمور من خلال نمط العمل ـ باكتشاف شذوذ في التقييم يظهر في السوق، وستكون لهم نظرة مختلفة إلى فترةٍ ومجال قدرة الشركة على توليد النقد مقارنة بنظرة السوق. «إن القول بتفوّق مؤشر ستاندرد أند بورز 500 على مديري المال الفاعلين يمثل جدلاً غير موجه ضد إدارة المال الفاعلة»، كما يقول بيل ميلر، «بل ضد الطرق المستخدَمة من قِبَل معظم مديري المال الفاعلين.»[2]



لقد انقضت عشرون سنة على المرة الأولى التي قرأت فيها تقريراً سنوياً عن شركة بيركشير هاثاويه، وعندما أفكر بوورن بَفِت وفلسفته أمتلئ إثارة بعالم الاستثمار وحباً له: حتى في هذه الأيام. ولست أشك مطلقاً في أن العملية سليمة وأنها ستحقق نتائج تفوق المعدل ولأمد طويل في حال تطبيقها في القول والعمل. وليس علينا إلا أن نراقب اليوم مديري المال المتميزين في دراستهم، لنرى أنهم يستخدمون جميعاً صيغاً مختلفة من أسلوب بَفِت الاستثماري.

على الرغم من التطور الذي يحصل على مرِّ الأيام في الشركات والصناعات والأسواق والكيانات الاقتصادية، فإن قيمة فلسفة بَفِت الاستثمارية تبقى في عدم ارتباطها بالزمن، ويمكن للمستثمرين أن يطبقوا أسلوبه في انتقاء الأسهم وإدارة المحافظ الاستثمارية في جميع الظروف.

حينما انطلق بَفِت بإدارته المال أول مرة في خمسينيات وستينيات القرن العشرين، كان يرى الأسهم أعمالاً ويدير محافظ استثمارية مُرَكَّزة، وكان كذلك عندما أضاف امتيازات مستقلة إلى محفظة شركة بيركشيَر الاستثمارية. عندما اشترى بيل ميلر شركات تقوم على التكنولوجيا وشبكة الاتصالات العالمية (الإنترنت) لصالح صندوق القيمة الاستثماري في تسعينيات القرن العشرين والنصف الأول من هذا العقد كان يرى الأسهم أعمالاً ويدير محافظ استثمارية مُرَكَّزة أيضاً.

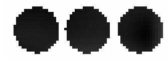
هل اختلفت الشركات المشتراة في خمسينيات القرن العشرين عنها في ثمانينياته؟ نعم، والمشتراة في ستينياته عنها في تسعينياته؟ بالتأكيد. تتغير الأعمال، وتظهر صناعات، وتفسح روح التنافس في الأسواق المجال لظهور امتيازات جديدة واندثار أخرى بالتدريج.

ويجب أن يكون ظهور الأسواق والشركات بشكل مستمر مدعاة لراحة المستثمرين حين يدركون أن هناك عملية استثمارية ظلت صامدة حتى في وجه قوى التغيير الحتمية.

توجّه أحد المساهمين خلال اجتماع شركة بيركشيَر السنوي عام 2004 إلى وورن بَفِت بسؤال حول التغيير الذي سيدخله على أسلوبه إذا ما أتيحت له العودة إلى الوراء، فأجاب: «لو أتيح لنا ذلك مرة أخرى لفعلنا الكثير الكثير مما فعلناه بالطريقة نفسها، ولقرأنا كل شيء يقع تحت بصرنا عن الأعمال والصناعات، ولتوسع عالمنا الاستثماري كثيراً عما هو عليه اليوم براسمال أقل بكثير، ولتابعتُ تعلم مبادئ الاستثمار الأساس التي وضعها بن غراهام، ولتأثرتُ بصورة متميّزة بتشارلي وَ فيل فيشر في مجال النظر في أعمال أفضل». وتوقف هنيهة ثم أضاف: «ليس ثمة اختلاف برأيي حول تحليل الأوراق المالية اليوم عما كانت عليه حالها قبل خمسين سنة.»

كذلك لن يكون ثمة اختلاف بعد خمس سنوات أو عشر أو عشرين من اليوم. تتغير الأسواق والأسعار والظروف الاستثمارية وتأتي الصناعات وتذهب، ويغيّر المستثمرون الأذكياء سلوكهم اليومي للتكيف مع الظروف المتغيرة. لكن الأمور الجوهرية هي التي لاتتغير.

سيستمر المتبعون لطريقة بَفِت في تحليل الأسهم (والشركات) على المذاهب نفسها، وسيحافظون على المحافظ الاستثمارية المُرَكَّزة وسيتجاهلون المطبات والعثرات والضربات. إنهم يؤمنون ـ وأنا معهم ـ أن المبادئ التي وجَّهت قرارات وورن بَفِت الاستثمارية طوال ستين سنة تقريباً هي في الحقيقة لازمانية وأنها تشكل الأساس لحكمة استثمارية يمكننا جميعاً أن نبني عليها.





الجدول رقم آ / 1
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشيَر هاثاويه لعام 1977

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
934.300	شركة واشنطن بوست	10.628	33.401
1.969.953	اسهم شركة جيكو الممتازة	19.417	33.033
592.650	مجموعة شركات إنتربيليك	4.531	17.187
220.000	كابيتال سيتيز كوميونيكيشنز المحدودة	10.909	12.228
1.294.308	اسهم شركة جيكو العادية	4.116	10.516
324.580	شركة كيسر الومنيوم أند كيميكال المساهمة	11.218	9.981
226.900	صُحُف نايت ـ ردَر	7.534	8.736
170.800	اوغليفي اند ماذر إنترناشنال	2.762	6.960
1.305.800	شركة كيسر الصناعية المحدودة	778	6.039
	المجموع	71.893	139.081
	جميع الأسهم العادية الأخرى	34.996	41.992
	إجمالي الأسهم العادية	106.889	181.073

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1977

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 2
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1978

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
934.000	شركة واشنطن بوست	10.628	42.445
1.986.953	أسهم شركة جيكو الممتازة	19.417	28.314
953.750	شركة سافيكو المساهمة	23.867	26.467
592.650	مجموعة شركات إنتربيبليك	4.531	19.039
1.066.934	شركة كيسر الومنيوم أند كيميكال المساهمة	18.085	18.671
453.800	صُحُف نايت - رِدَر	7.534	10.267
1.294.308	أسهم شركة جيكو العادية	4.116	9.060
246.450	شركات إذاعية أمريكية	6.082	8.626
	المجموع	94.620	163.889
	جميع الأسهم العادية الأخرى	39.506	57.040
	إجمالي الأسهم العادية	133.766	220.929

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1978
ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 3
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1979

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
5.730.114	أسهم شركة جيكو العادية	28.288	68.045
1.868.000	شركة واشنطن بوست	10.628	39.241
1.007.500	شركة هاندي أند هيرمان	21.825	38.537
953.750	شركة سافيكو المساهمة	23.867	35.527
711.180	مجموعة شركات إنتربابليك	4 531	23.736
1.211.834	شركة كيسر الومنيوم اند كيميكال المساهمة	20.629	23.328
771.900	شركة ف. دبليو. وولويرث	15.515	19.349
328.700	شركة جنرال فودس	11.437	11.053
246 450	شركات إذاعية امريكية	6 082	9 673
289 700	افيليتد ببليكيشنز	2 821	8 800
391.400	اوغليفي اند ماذر إنترناشنال	3.709	7.828
282.500	شركة ميديا جنرال المحدودة	4.545	7.345
112.545	اميرادا هيس	2.861	5.487
	المجموع	156.738	297.9994
	جميع الأسهم العادية الأخرى	28.675	36.686
	إجمالي الأسهم العادية	185.413	334.680

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1979

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم آ / 4
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1980

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
7.200.000	شركة جيكو العادية	47.138	105.300
1983.812	شركة جنرال فودس	62 507	59 8889
2.015.000	شركة هاندي أند هيرمان	21.825	58.435
1.250.525	شركة سافيكو	32.063	45.177
1.868.600	شركة واشنطن بوست	10.628	42.277
464.317	شركة ألمنيوم أوف أمريكا	25 577	27 6855
1.211.834	شركة كيسر ألمنيوم أند كيميكال	20.629	27.569
711.180	مجموعة شركات إنتربيلبك	4.531	22.135
667.124	شركة ف. دبليو. وولويرث	13.583	16.511
370.088	شركة بينكرتون المحدودة	12 144	16 489
475.217	شركة كليفلاند ـ كليفس آيرُن	12.942	15 894
434.550	شركة أفيليتد ببليكيشنز المحدودة	2.821	12.222
245.700	ر. ج. رينولدز إندَستريز	8 702	11.228
391.400	اوغليفي اند ماذر إنترناشنال	3.709	9 981
282.500	شركة ميديا جنرال	4 545	8 334
247.039	شركة ناشنال ديترويت المساهمة	5 930	6.299
151.104	شركة ذَ تايمز ميرور	4.447	6.271
881.500	ناشنال ستيودنت ماركيتينغ	5.128	5 895
	المجموع	298.848	497.591
	جميع الأسهم العادية الأخرى	26.313	32.096
	إجمالي الأسهم العادية	325.161	529 687

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1980

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 5
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1981

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
7.200.000	شركة جيكو المساهمة	477.138	199.800
1.764.824	ر. ج. رينولدز إندستريز	76.668	83.127
2.101.244	جنرال فودس	66.277	66.714
1.868.600	شركة واشنطن بوست	10.628	58.160
2.015.000	هاندي اند هارمان	21.825	36.270
785.225	شركة سافيكو المساهمة	21.329	31.016
711.180	مجموعة شركات إنتربيليك	4.531	23.202
370.0088	شركة بنكيرتون المحدودة	12.144	19.675
703.634	شركة المنيوم اوف امريكا	19.359	18.031
420.441	شركة أركاتا المساهمة	14.076	15.136
475.217	شركة كليفلاند ـ كليفس أيرُن	12.942	14.362
451.650	شركة افيليتد بيليكيشنز المحدودة	3.279	14.362
441.522	شركة جاتكس المساهمة	17.147	13.466
391.400	أوغليفي اند ماذر إنترناشنال	3.709	12.329
282.500	ميديا جنرال	4.545	11.088
	المجموع	335.615	616.490
	جميع الأسهم العادية الأخرى	16.131	22.7739
	إجمالي الأسهم العادية	351.746	639.229

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1981

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم آ / 6
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1982

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
7.200.000	شركة جيكو المساهمة	47.138	309.600
3.107.675	ر. ج. رينولدز إندستريز	142.343	158.715
1.868.600	شركة واشنطن بوست	10.628	103.240
2.101.244	جنرال فوس	66.277	83.680
1.531.391	شركة تايم المحدودة	45.273	79.824
908.800	اكْرَم اند فورستر	47.144	48.962
2.379.200	هاندي اند هارمان	27.318	46.692
711.180	مجموعة شركات إنتربيبليك	4.531	34.314
460.650	شركة أفيليتد ببليكيشنز المحدودة	3.516	16.929
391.400	اوغليفي اند ماذر إنترناشنال	3.709	17.319
282.500	ميديا جنرال	4.545	12.289
	المجموع	402.422	911.564
	جميع الأسهم العادية الأخرى	21.611	34.058
	إجمالي الأسهم العادية	424.033	945.622

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1982
ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم آ / 7
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1983

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
6.8550 000	شركة جيكو المساهمة	47.138	398.156
5.618 661	ر. ج. رينولدز إندستريز	268.918	314.334
4.451.544	جنرال فودس	163.786	228.698
1.868.600	شركة واشنطن بوست	10.628	136.875
901.7888	شركة تايم المحدودة	27.732	56.860
2.379 200	هاندي اند هارمان	27.318	42.231
636 310	مجموعة شركات إنترببليك	4.056	33.088
690.975	شركة افيليبتد ببليكيشنز المحدودة	3.516	26.603
250.400	اوغليفي اند ماذر إنترناشنال	2.580	12.833
197.200	ميميا جنرال	3.191	11.191
	المجموع	558.863	1.260 869
	جميع الأسهم العادية الأخرى	7.485	18.044
	إجمالي الأسهم العادية	566.348	1.278.913

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1983

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 8
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1984

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
6.850.000	شركة جيكو المساهمة	47.138	397.300
4.047 191	جنرال فودس	149.870	226.137
3.895.710	شركة إكسون المساهمة	173.401	175.307
1.868.600	شركة واشنطن بوست	10.628	149.955
2.553.488	شركة تايم المحدودة	89.237	109.162
740 400	الشركات الإذاعية الأمريكية	44.416	46.738
2.379.200	هاندي اند هيرمان	27.318	38.662
690.975	شركة اهيلبيتد ببليكيشنز المحدودة	3.516	32.908
818.8722	مجموعة شركات إنتربيليك	2.570	28.149
555.949	نورثويست إندستريز	26.581	27.242
	المجموع	573.340	1.231.560
	جميع الأسهم العادية الأخرى	11.634	37.326
	إجمالي الأسهم العادية	584.974	1.268.886

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1984

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم آ / 9
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1985

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
6.850.000	شركة جيكو المساهمة	45.713	595.950
1.727.765	شركة واشنطن بوست	9.731	205.172
900.800	الشركات الإذاعية الأمريكية	54.435	108.997
2.350.922	شركات بياتريس المحدودة	106.811	108.142
1.036 461	شركة افيليتد ببليكيشنز المحدودة	3.516	55.710
2.553.488	شركة تايم المحدودة	20.385	52.669
2.379.200	هاندي أند هيرمان	27.318	43.718
	المجموع	267.909	1.170.358
	جميع الأسهم العادية الأخرى	7.201	27.963
	إجمالي الأسهم العادية	275.110	1.198.321

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1985

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 10
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1986

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
2.990.000	شركة كابيتال سيتيز/ايه بي سي المحدودة	515.775	801.694
6.850.000	شركة جيكو المساهمة	45.713	674.725
1.727.765	شركة واشنطن بوست	9.731	269.531
2.379.200	هيرمان اند هاندي	27.318	46.989
489.300	شركة لير زايغلر المحدودة	44.064	44.587
	المجموع	642.601	1.837.526
	جميع الأسهم العادية الأخرى	12.763	36.507
	إجمالي الأسهم العادية	655.364	1.874.033

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1986

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 11
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1987

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
3.000.000	شركة كابيتال سيتيز/ايه بي سي المحدودة	517.500	1.035.000
6.850.000	شركة جيكو المساهمة	45.713	756.925
1.727.765	شركة واشنطن بوست	9.7331	323.092
	إجمالي الأسهم العادية	572.944	2.115.017

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1987

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم آ / 12
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1988

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
3.000 000	شركة كابيتال سيتيز/إيه بي سي المحدودة	517.500	1.086.750
6.850.000	شركة جيكو المساهمة	45.713	849.400
14.172.50	شركة كوكا كولا	592.540	632.448
1.727.765	شركة واشنطن بوست	9.731	364.126
2.400.000	شركة فدرال هوم لون مورتغيج المساهمة	71.729	121.200
	إجمالي الأسهم العادية	1.237.213	3.053.924

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1988
ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم آ / 13
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1989

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
23.350.00	شركة كوكا كولا	1.023.920	1..803.787
3.000 000	شركة كابيتال سيتيز/إيه بي سي المحدودة	517.500	1.692.375
6.850 000	شركة جيكو المساهمة	45.713	1.044 625
1.727.765	شركة واشنطن بوست	9.731	486.366
2.400 000	شركة فدرال هوم لون مورتغيج المساهمة	71.729	161.100
	إجمالي الأسهم العادية	1 668.593	5.188.253

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1989
ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 14
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1990

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
46.700.000	شركة كوكا كولا	1.023.920	2.171.550
3.000.000	شركة كابيتال سيتيز/إيه بي سي المحدودة	517.500	1.377.375
6.850.000	شركة جيكو المساهمة	45.713	1.110.556
1.727.765	شركة واشنطن بوست	9.731	342.097
2 400 000	شركة فدرال هوم لون مورتغيج المساهمة	71.729	117.000
	إجمالي الأسهم العادية	1.958.024	5.407.953

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1990
ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 15
محفظة الاسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1991

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
46.700.000	شركة كوكا كولا	1.023.920	3.747.675
6.850.000	شركة جيكو المساهمة	45.713	1.363.150
24.000.000	شركة جيليت	600.000	1.347.000
3.000.000	شركة كابيتال سيتيز/إيه بي سي المحدودة	517.500	1.300.5000
2.495 200	شركة فدرال هوم لون مورتغيج المساهمة	77.245	343.0900
1.727.765	شركة واشنطن بوست	9.731	336.050
31.247.000	شركة غينيس المحدودة المتداولة في سوق الاسهم	264.782	296.755
5.000 000	ويلز فارغو وشركاه	289.431	290.000
	إجمالي الأسهم العادية	2.828.322	9.024.220

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1991
ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم آ / 16
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1992

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
93.400.000	شركة كوكا كولا	1 023.920	3.911.125
34.250.000	شركة جيكو المساهمة	45.713	2.226.250
3.000.000	شركة كابيتال سيتيز/إيه بي سي المحدودة	517.500	1.523.500
24.000.000	شركة جيليت	600.000	1.365.000
16.196.700	شركة فدرال هوم لون مورتغيج المساهمة	414.527	783.515
6.358.418	ويلز هارغو وشركاه	380.983	485 624
4.350.000	جنرال دايناميكس	312.438	450.769
1.727.765	شركة واشنطن بوست	9.731	396.956
38.335.000	شركة غينيس المحدودة المتداولة في سوق الأسهم	333.019	299.581
	إجمالي الأسهم العادية	3 637.831	11.442.318

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1992

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 17
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1993

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
93.400.000	شركة كوكا كولا	1.023.920	4.167.975
34.250.000	شركة جيكو المساهمة	45.713	1.759.594
24.000.000	شركة جيليت	600.000	1.431.000
2.000.000	شركة كابيتال سيتيز/إيه بي سي المحدودة	345..000	1.239.000
6.791.218	ويلز فارغو وشركاه	423.680	878.614
13.654.600	شركة فدرال هوم لون مورتغيج المساهمة	307.505	681.023
1.727.765	شركة واشنطن بوست	9.731	440.148
4.350.000	جنررال داينامكس	94.938	401.287
38.335.000	شركة غينيس المحدودة المتداولة في سوق الاسهم	333.019	2700.822
	إجمالي الأسهم العادية	3.183.506	11.269.463

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1993
ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقمأ / 18
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1994

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
93.400.000	شركة كوكا كولا	1.023.920	5.150..000
24.000.000	شركة جيليت	600.0000	1.797.000
20.000.000	شركة كابيتال سيتيز/إيه بي سي المحدودة	345.0000	1.705.000
34.250.000	شركة جيكو المساهمة	45.713	1.678.250
6.791.218	ويلز فارغو وشركاه	423.680	984.272
27.759.941	شركة اميركان إكسبرس	723.919	818.918
13.654.600	شركة فدرال هوم لون مورتغيج المساهمة	270.468	644.441
1.7227.765	شركة واشنطن بوست	9.731	418.983
19.453.300	شركة مصرف PNC المحدودة	503.046	410.951
6.854.5000	شركة جانيت المحدودة	335.216	365.002
	إجمالي الأسهم العادية	4 280 693	13.972.817

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1994

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم آ / 19
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1995

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
49.456.900	شركة اميركان إكسبرس	1.392.70	2.046.30
20 000.000	شركة كابيتال سيتيز/ايه بي سي المحدودة	345.00	2.467.00
100.0000.000	شركة كوكا كولا	1.298.90	7.425.00
12..502 500	شركة فدرال هوم لون مورتغيج المساهمة	260.10	1.044.00
34.250.000	شركة جيكو المساهمة	45.70	2.393.20
48.000.000	شركة جيليت	600.00	2.502.00
6.791.218	ويلز فارغو وشركاه	423.70	1.446.90
	إجمالي الأسهم العادية	4.366.10	19.344.90

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1995
ملاحظة: المبالغ بالاف الدولارات

الجدول رقم آ / 20
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1996

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
49.456.900	شركة اميركان إكسبرس	1.392.70	2.794.30
200.000.000	شركة كوكا كولا	1.298.90	10.525.00
24.614.124	شركة وولت ديزني	577.00	1.716.80
64.246.000	شركة فدرال هوم لون مورتغيج المساهمة	333.40	1.7772 80
48.000.000	شركة جيليت	600.00	3.732.00
30.156.600	شركة ماكدونالد المساهمة	1.265.30	1.368.40
1.727.765	شركة واشنطن بوست	100.60	579.00
7.291.418	ويلز فارغو وشركاه	497.80	1.966.90
	إجمالي الأسهم العادية	5.975.70	24.455.20

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1996
ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 21

محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1997

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
49.456 900	شركة اميركان إكسبرس	1.392.70	4 414 00
200.000.000	شركة كوكا كولا	1.298.90	13.337.50
21.563.414	شركة وولت ديزني	381.20	2.134.80
63.977.600	فريدي ماك	329 40	2.683.10
48.000.000	شركة جيليت	600.00	4.821.00
23.733.198	شركة ترافاز غروب المحدودة	604 40	1.278 60
1.727.765	شركة واشنطن بوست	10.60	840.60
6.690.218	ويلز فارغو وشركاه	412.60	2.270.90
	إجمالي الأسهم العادية	5.029 80	31.780.50

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1997

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 22

محفظة الاسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1998

عدد الأسهم	الشركة	السعر *	القيمة السوقية
50.536.900	شركة اميركان إكسبرس	1.470	5.180
200.000.000	شركة كوكا كولا	1.299	13.400
51.202.242	شركة وولت ديزني	281	1.536
60.298.000	فريدي ماك	308	3.885
96.000.000	شركة جيليت	600	4.590
1.727.765	شركة واشنطن بوست	11	999
63.595.180	ويلز فارغو وشركاه	392	2.540
	شركات أخرى	2.683	5.135
	إجمالي الأسهم العادية	7.044	37.265

* تمثل السعر على أساس الضريبة، وهو بالإجمال يقل بمبلغ 1.5 مليار دولار عن سعر المبادئ المحاسبية المقبولة عموما

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1998 **ملاحظة:** المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم آ / 23

محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1999

عدد الأسهم	الشركة	السعر* دولار	القيمة السوقية
50.536.900	شركة اميركان إكسبرس	1.470	8.402
200.000.000	شركة كوكا كولا	1.299	11.650
59.559.300	شركة وولت ديزني	281	1.536
60.298.000	فريدي ماك	294	2.803
96.000.000	شركة جيليت	600	3.954
1.727.765	شركة واشنطن بوست	11	960
59.136.680	ويلز فارغو وشركاه	349	2.391
	شركات اخرى	4.180	6.848
	إجمالي الأسهم العادية	8.203	37.008

* تمثل السعر على أساس الضريبة. وهو بالإجمال يقل بمبلغ 69 مليون دولار عن سعر المبادئ المحاسبية المقبولة عموما

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1999

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم آ / 24

محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2000

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
151.610.700	شركة اميركان إكسبرس	1.470	8.329
200.000.000	شركة كوكا كولا	1.299	12.188
96.000.000	شركة جيليت	600	3.468
1.727.765	شركة واشنطن بوست	11	1.066
55.071.380	ويلز فارغو وشركاه	319	30.67
	شركات أخرى	6.703	9.501
	إجمالي الأسهم العادية	10.402	37.619

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2000

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 25
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2001

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
151.610.700	شركة اميركان إكسبرس	1.470	5.410
200.000.000	شركة كوكا كولا	1.299	9.430
96.000.000	شركة جيليت	600	3.206
15.999.200	إتش. اند آر. بلوك المحدودة	255	715
24.000.000	شركة مودي المساهمة	499	957
1.727.765	شركة واشنطن بوست	11	916
53.265.080	ويلز فارغو وشركاه	306	2.315
	شركات أخرى	4.103	5.726
	إجمالي الأسهم العادية	8.543	28.675

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2001
ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 26
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2002

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
151.610.700	شركة اميركان إكسبرس	1.470	5.359
200.000.000	شركة كوكا كولا	1.299	8.768
15.999.200	إتش. أند آر. بلوك المحدودة	255	643
24.000.000	شركة مودي المساهمة	499	991
1.727.765	شركة واشنطن بوست	11	1.275
53.265.080	ويلز فارغو وشركاه	306	2.497
	شركات أخرى	4.103	5.383
	إجمالي الأسهم العادية	9.146	28.363

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2002
ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات

الجدول رقم أ / 27
محفظة الأسهم العادية لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2003

عدد الأسهم	الشركة	السعر	القيمة السوقية
151.610.700	شركة اميركان إكسبريس	1 470	7.312
200.000.000	شركة كوكا كولا	1.299	10.150
96.000.000	شركة جيليت	600	3.526
14.610.900	اتش. اند آر. بلوك المحدودة	227	809
15 476.500	شركة إتش سي إيه المحدودة	492	665
6.708 7760	شركة مصرف إم أند تي المساهمة	103	659
24 000.000	شركة مودي المساهمة	499	1.453
2.338 961 000	شركة بيتروتشاينا المحدودة	488	1.340
1.727.765	شركة واشنطن بوست	11	1.367
56 448.380	ويلز فارغو وشركاه	463	3.324
	شركات أخرى	2.863	4.682
	إجمالي الأسهم العادية	8.515	35.287

المصدر: التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2003

ملاحظة: المبالغ بآلاف الدولارات





الفصل الأول: المستثمر الأعظم في العالم

1 ـ كارول ج. لوميس: «قصة وورن بفت الضمنية» فورشن Fortune (11 نيسان / ابريل 1988)، ص 30 .

2 ـ وورن بفت: «المستثمرون النجوم في رحاب غراهام ـ و ـ دود» هيرمز Hermes (خريف عام 1984).

3 ـ تقرير شركة بيركشير هاثاويه السنوي لعام 1999، ص3.

الفصل الثاني: تحصيل وورن بفت العلمي

1 ـ آدم سميث: الذاكرة المتميزة (نيويورك: راندوم هاوس، 1972) . ص 178

2 ـ بنيامين غراهام و ديفيد دود: تحليل الأوراق المالية، الطبعة الثالثة (نيويورك، ماكغرو، هيل ، 1951) ص 38 .

3 ـ المصدر السابق، ص 13 .

4 ـ من خطاب القاه وورن بفت امام جمعية نيويورك لمحللي الأوراق المالية في 6 كانون الأول / ديسمبر 1994، مقتبس من قبل أندرو كيلباتريك في مقالته: قصة وورن بفت ذات القيمة الدائمة (بيرمنغهام، آل اكبيه 2004) ص 1341 .

5 ـ جون ترين: «سادة المال» . (نيويورك: هاربر وأولاده، 1958) ص 11.

6 ـ فيليب فيشر: الأسهم العادية والأرباح غير العادية (نيويورك: هاربر وأولاده، 1958) ص 11.

7 ـ المصدر السابق ، ص 33.

8 ـ فيليب فيشر: إيجاد فلسفة استثمارية، مؤسسة أبحاث المحللين الماليين، الدراسة رقم 10,1.

9 - اعبر عن امتناني لبيتر بيرنشتاين وكتابه الممتاز أفكار راسمالية: أصول وول ستريت

الحديث غير المحتملة (نيويورك: ذ فري برس، 1992) على هذه المعلومات الآساس عن ويليامز.

10 ـ المصدر نفسه ، ص 151.

11 ـ المصدر نفسه ، ص 153.

12 ـ مقتبس من الموقع : www,moneychmp.com

13 ـ بيرنشتاين: افكار راسمالية، ص 162.

14 ـ اندرو كيلباتريك: قصـة وورن بفت ذات القيمة الدائمة (بيرمنغهام، آل اكبيه 2000) ص 89.

15 ـ مفهوم منمر الشامل عن «منظومة الأنماط الفكرية، هو أيضاً موضوع كتاب روبيرت هاغستروم «الاستثمار: اخر العلوم الأدبية». (نيويورك: تيكسر، 2000).

16 ـ تعليق مطروق، يقتبس كثيرا.

17ـ روبيـرت لينزر، «فكرة وورن بـفت عن السـمـاء: ليس من الواجب علي ان أعـمـل مع من لااحب»، فوربس Forbes (18 تشرين الأول اوكتوبر 1993)، ص 43.

18 ـ ل. ج. ديفيز، «بفت يأخذ اسهما»، مجلة نيويورك تايمز (1 نيسان / ابريل 1990)، ص 61.

19 ـ المصدر السابق.

20 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1987، ص 15.

21 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1990، ص 17.

22 ـ بنيامين غراهام : المستثمر الذكي، الطبعة الرابعة (نيويورك: هاربر أند رو، 1973)، ص 287.

23 ـ عالم المال: تقديم أدم سميث ، محطة PBS، 21 تشرين الأول / اوكتوبر 1993، مقتبس في كتاب كيلباريك: ذات القيمة الدائمة (2004)، ص 1337.

24 ـ وورن بفت: «ماذا نستطيع ان نتعلم من فيليب فيشر»، فوربس (19 تشرين الأول / اوكتوبر ١٩٨٧٧٨٩١)، ص 40.

25 ـ «رجال المال ـ وكيف هزمتْ اوماها وول ستريت»، فوربس (1 تشرين الثاني / نوفمبر 1969)، ص 82.

الفصل الثالث: التأمين عملنا الرئيس
الأيام الأولى من انطلاقة شركة بيركشير هاثاويه

1 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1985، ص 8.

2 ـ وورن بفت: «أحب الأوراق المالية إلي»، د كوميرشال أند فايننشال كرونيكل (6 كانون الأول/ ديسمبر 1951)، وأعيدت طباعته في أندرو كيلباتريك في مقالته: قصة وورن بفت ذات القيمة الدائمة (بيرمنغهام، آل أكبيه 2001) ص 30.

3 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1999، ص9.

4 ـ يُشار إلى سعر الشراء بمبلغ 22 مليار دولار، وهذا صحيح إلى حدٍّ ما، فالشركتان أعلنتا في حزيران / يونيو 1998 أن بيركشير ستستحوذ على كامل أسهم شركة جنرال ري لقاء علاوة قدرها 29% على سعر السهم عند الإغلاق، ومن خلال المتاجرة بقدر مماثل من أسهم بيركشير، لكن الصفقة لم تستكمل إلا بعد مرور ستة أشهر حين انخفضت أسعار أسهم كلا الشركتين. تلقى حملة أسهم جنرال ري 204.40 دولارا بالسهم الواحد مما يملكون بدلاً من قيمة السهم التي سادت في حزيران / يونيو والبالغة 276.50 دولارا. وعليه فإن سعر البيع الحقيقي بلغ حوالي ستة عشر مليار دولار على شكل أسهم بيركشير بدلاً من 22 مليار. كيلباتريك: ذات القيمة الدائمة (بيرمنغهام، آل أكبيه 2000) ص 18.

5 ـ أندرو كيلباتريك، قصة وورن بفت ذات القيمة الدائمة (بيرمنغهام، آل أكبيه 2004) ص 354.

6 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2000.

7 ـ رسالة خاصة إلى المساهمين، التقرير الربعي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2001.

8 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2003.

9 ـ روبيرت مايلز، وورن بفت مديراً تنفيذياً (هوبوكن، نيوجيرزي: ويلي، 2003) ص 70، مقتبس في كيلباتريك: ذات القيمة الدائمة (2004).

10 ـ مقتبس في كيلباتريك: ذات القيمة الدائمة (2004)، ص 375.

11 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2001.

12 ـ الاجتماع السنوي لشركة بيركشير هاثاويه عام 2001، مقتبس في كيلباتريك، ذات القيمة الدائمة (2004)، ص 1358.

13 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1999، ص 6.

الفصل الرابع: شراء العمل

1 ـ فورشن ، 31 تشرين الأول / أوكتوبر 1994، مُقتبس في أندرو كيلباتريك: قصة وورن بفت ذات القيمة الدائمة (بيرمنغهام، آل أكبيه 2004) ص 1340.

2 ـ مُقتبس في اندرو كيلباتريك : قصة وورن بفت ذات القيمة الدائمة (بيرمنغهام، آل اكبيه 2000) ص 14.

3 ـ كيلباتريك : ذات القيمة الدائمة (2004) ، ص498.

4 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2003، ص 19.

5 ـ مونت بيرك ، «سيد من اقتفى الاثر» ، فوربس Forbes، (30 ايلول / سبتمبر 2002)، ص 72.

6 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2003، ص5.

7 ـ المصدر نفسه.

8 ـ صحيفة ديلي نبراسكان (10 نيسان / ابريل 2003)، مُقتبس في كيلباتريك : ذات القيمة الدائمة (2004)، ص 728.

9 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2003، ص6.

10 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2002، ص 5.

11 ـ من خطاب في جامعة فلوريدا مُقتبس في صحيفة ميامي هيرالد (27 كانون الأول / ديسمبر 1998) ، مُقتبس في كيلباتريك : ذات القيمة الدائمة (2004)، ص 1350.

12 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1989، ص17.

13 ـ روبيرت لينزر ، «فكرة وورن بفت عن السماء: ليس من الواجب عليّ أن اعمل مع من لااحب» ، فوربس (18 تشرين الأول / اوكتوبر 1993) ، ص 43.

14 ـ ماري رولاند: «العقل المُدبّر هي إمبراطورية إعلامية» ، المرأة العاملة (11 تشرين الثاني / نوفمبر 1989) ص 115.

15 ـ كيلباتريك: ذات القيمة الدائمة (2004) ، ص 398.

16 ـ المصدر نفسه.

17 ـ المصدر نفسه، ص 393

18 ـ لينزر، «فكرة وورن بَفت عن السماء» ص 43.

الفصل الخامس : دلائل الاستثمار ـ مذاهب في العمل

1 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1987، ص 14.

2 ـ فورشن، 11 نيسان / ابريل 1988. مقتبس في اندرو كيلباتريك، قصة وورن بفت ذات القيمة الدائمة (بيرمنغهام، آل اكبيه 2004) ص 1329.

3 ـ كارول ج. لوميس ، قصة وورن بفت الضمنية، فورشن، (11 نيسان / ابريل 1988)، ص 30.

4 ـ فورشن، (11 تشرين الثاني / نوفمبر 1993)، ص 11.

5 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1991، ص 16.

6 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1987، ص 7.

7 ـ مجلة بيزنس ويك ، 5 تموز / يوليو 1999، مقتبس في اندرو كيلباتريك، ذات القيمة الدائمة (2004) ص 1353.

8 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1989، ص 22.

9 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1996، ص 15.

10 ـ مقتبس في التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1993، ص 14.

11 ـ مونت بيرك ، «سيد من اقتفى الأثر» ، فوربس، (30 ايلول / سبتمبر 2002)، ص 72.

12 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1995 مقتبس في كيلباتريك : ذات القيمة الدائمة (2004) ، ص 1342.

13 ـ صحيفة سينت بيترسبيرغ تايمز (15 كانون الأول / ديسمبر 1999) مقتبس في كيلباتريك، ذات القيمة الدائمة (2004) ، ص 1356.

14 ـ فورشن (22 تشرين الثاني / نوفمبر 1999)، مقتبس في كيلباتريك، ذات القيمة الدائمة (2004)، ص 1356.

15 ـ يو إس نيوز أند ويرلد ريبورت، (20 حزيران / يونيو 1994). مقتبس في كيلباتريك، ذات القيمة الدائمة (2004) ، ص 1340.

16 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1996، مقتبس في كيلباتريك، ذات

القيمة الدائمة (2004) ص 1344.

17 ـ جون ترين: سادة المال (نيويورك: بنغوين بوكس، 1981)، ص 60.

18 ـ ماريا هاكليس: « ستشتري شركة بيركشير هاثاويه معمل توني لاما للأحذية عالية السوق » دالاس مورنينغ نيوز (20 حزيران / يونيو 2000).

19 ـ ماريا هاكليس: « سيتقاعد مدير شركة جستن اينتستريز التنفيذي، » دالاس مورنينغ نيوز (17 آذار / مارس 1999).

20 ـ هاكليس: « ستشتري شركة بيركشير هاثاويه معمل توني لاما للأحذية عالية السوق.»

21 ـ «ستشتري شركة بيركشير هاثاويه معملاً قائماً في تكساس » ، فورت ويرث ـ ستار تيليغرام (21 حزيران / يونيو 2000).

22 ـ اندرو كيلباتريك: وورن بفت: رجل وول ستريت الطيب. (نيويورك: دونالد فاين، 1992)، ص 132.

23 ـ آرت هاريس: «الرجل الذي غير الشيء الحقيقي، » «صحيفة واشنطن بوست» (22 تموز / يوليو 1985).

24 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1984، ص 8.

الفصل السادس: دلائل الاستثمار ـ مذاهب في الإدارة

1 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1989.

2 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1989.

3 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2000، ص 6.

4 ـ سيلينفيور.كوم، تشرين الأول / اوكتوبر 2001، مقتبس في اندرو كيلباتريك قصة وورن بفت ذات القيمة الدائمة (بيرمنغهام، آل أكبيه 2004) ص 659.

5 ـ المصدر السابق، ص661.

6 ـ كارول ج. لوميس، قصة وورن بفت الضمنية ، فورشن ، (11 نيسان / أبريل 1988)، ص 32.

7 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2001، ص5.

8 ـ تتلاشى التوريات بينما يشتري بفت شركة فرُت أوف د لوم ، تورونتو ستار ، (7 ايار / مايو 2002).

9 ـ التقرير السنوي لشركة واشنطن بوست، 1992، ص 5.

10 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1991، ص 8.

11 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1988، ص 5.

12 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2002.

13 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2003.

14 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1986، ص 5.

15 ـ «إستراتيجيات ثمانينيات القرن العشرين» شركة كوكا كولا.

16 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1989، ص22.

17 ـ المصدر نفسه.

18 ـ ليندا غرانت «الرجل النظامي ذو الأربع مليارات دولار» ، مجلة لوس أنجلوس تايمز (7 نيسان/ابريل 1991)، ص 36.

19 ـ مونت بيرك، «سيد من اقتفى الاثر» فوربس ، (30 ايلول / سبتمبر 2002)، ص 72.

20 ـ ويليام شتيرن، «بائع البيوت المتحركة» ، فوربس ، (26 تشرين الأول / أوكتوبر1992)، ص 240.

21 ـ بيرك، «سيد من اقتفى الأثر» ، ص72.

22 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام ١٩٨٥، ص19.

23 ـ جيم راسموسن، «بفت يتحدث عن الاستراتيجيات مع الطلاب» ، أوماها ويرلد هيرالد (2 كانون الثاني / يناير 1993)، ص 26.

24 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2001، ص3.

25 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2003.

26 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2003، ص 7-8 .

27 ـ نقلاً عن غريغ مايلز، بلومبيرغ نيوز (نيسان / أبريل 2003).

28 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1991، مُقتبس في كيلباتريك. ذات القيمة الدائمة (2004) ص 1333.

29 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2002، ص 3.

30 ـ المصدر نفسه، ص16.

31 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2003، ص 9.

32 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام ١٩٩٣، مُقتبس في كيلباتريك: ذات القيمة الدائمة (2004) ص 1335.

33 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2002، ص 21.

الفصل السابع: دلائل الاستثمار ـ مذاهب في المالية

1 ـ رسائل شركة بيركشير إلى المساهمين، 1977ـ 1983، ص 43.

2 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1987.

3 ـ «إستراتيجية ثمانينيات القرن العشرين، شركة كوكا كولا.

4 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1984، ص 15.

5 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1986، ص 25.

6 ـ كارول ج. لوميس: «قصة وورن بفت الضمنية»، فورشن (11 نيسان / ابريل 1988)، ص 34.

7 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1990، ص 16.

8 ـ تشالمرز م. روبيرتس، صحيفة واشنطن بوست: السنوات المئة الأولى، (بوسطن: هيوتون مفلن، 1977) ص 449.

9 ـ المصدر نفسه، ص 426.

10 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2002، مُقتبس في اندرو كيلباتريك: قصة وورن بفت ذات القيمة الدائمة، (بيرمنغهام، ال أكبيه 2004) ص 1361.

الفصل الثامن: دلائل الاستثمار- مذاهب في استثمار القيمة

1 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2003. مقتبس في كيلباتريك: ذات القيمة الدائمة (2004) ص 1362.

2 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1989، ص 5.

3 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام ٢٠٠٣، مقتبس في كيلباتريك: ذات القيمة الدائمة ، (2004) ص 1330.

4 ـ جيم راسموسن، ‹بفت يتحدث عن الاستراتيجيات مع الطلاب›، أوماها ويرلد ـ هيرالد (٢ كانون الثاني / يناير ٣٩٩١)، ص ٦٢.

5 ـ في المرحلة الأولى يتم تطبيق نمو بنسبة 15% مدة عشر سنوات بدءاً من عام 1988، وقد بلغت أرباح المالكين 828 مليون دولار خلال السنة الأولى 1988. وستبلغ بحلول السنة العاشرة 4,439 مليار دولار حيث سيتباطأ النمو إلى 5%. وستبلغ 3,516 مليار دولار (3,349 ملياراً ×5% + 3,349 ملياراً) بدءاً من السنة الحادية عشرة. وهنا يمكننا أن نطرح هذا النمو البالغ 5 % من نسبة الأرباح الخالية من نسبة العائد الخالي من المخاطر البالغة (9 %) فنصل إلى معدّل الرسملة البالغ 4 %. إن قيمة الشركة المحسومة التي تبلغ أرباح المالكين فيها 3,516 مليار دولار مُرسملةً بنسبة 4% تبلغ 87,9 ملياراً، وبما أنها عبارة عن القيمة المحسومة لأرباح مالكي شركة كوكا كولا في السنة الحادية عشرة، ويجب علينا بعدئذ أن نحسم هذه القيمة المستقبلية في نهاية السنة العاشرة حسب عامل الحسم {1/(1+0,9)10}=0,4224 تبلغ القيمة الحالية لقيمة شركة كوكا كولا المتبقية في السنة العاشرة 37,129 ملياراً، وعندها تتساوى قيمتها مساوية لقيمتها المتبقية (37,129 مليارا) مضافاً إليها مقدار القيمة الحالية للتدفق النقدي خلال هذه الفترة (11,248 ملياراً)، أي 48,377 مليار دولار.

6 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1991، ص 5.

7 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1985، ص 19.

8 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1990، ص 16.

9 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1993، ص 16.

10 ـ فورشن (١٩ كانون الأول / ديسمبر 1988) ، مقتبس في كيلباتريك: ذات القيمة الدائمة (2004) ص 1331.

11ـ رسائل إلى مساهمي شركة بيركشير، 1977 ـ 1983 ، ص 53.

12 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2001، ص 5.

13 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2001، ص 15.

14 ـ غريس شيم، « من المقرر أن تشتري شركة بيركشير هاثاويه شركة فرت اوف ذ لوم»، أوماها وورلد هيرالد (4 تشرين الثاني / نوفمبر 2001).

15 ـ دين فوست، «يمكن لهذه الصفقة الجـرّارة أن تصبح هباء منثوراً» ، بيزنس ويك (8 أيلول / سبتمبر 2003) ص 44.

16 ـ ديفيد ويلز، «يقول بفت إنه لن يزيد العرض بشأن شركة كليتون» ، ذ فاينانشال تايمز، طبعة الولايات المتحدة الأمريكية (10 تموز / يوليو 2003)، ص 19 .

الفصل التاسع: الاستثمار في الأوراق المالية ذات الإيرادات الثابتة

1 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2003.

2 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1988، ص 14.

3 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1990 مقتبس في لورنس ا. كنينغهام، مقالات وورن بفت : دروس لشـركات أمريكا، طبعة منقحة (مطبوعة بصورة شخصية)، ص 105.

4 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1990، ص 18 .

5 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2002.

6 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2000.

7 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1988، ص 15.

الفصل العاشر: إدارة محفظتك الاستثمارية

1 ـ رسالة شخصية إلى المؤلف، آب / أغسطس 1994.

2 ـ أندرو باري، «تخلد الأسهم إلى الراحة عند أول خبر طيب» ، بارونز (16 تشرين الثاني / نوفمبر 1998).

3ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1993، ص 15.

4 ـ المصدر نفسه.

5 ـ رونالد سورز، «الأعداد المرفوعة إلى الأس ، ن ، وتبويبات تجربة سوق الأوراق المالية لأسهم افضل مئة الشركة الأكثر تداولاً غير قريبة من الأحرف الأبجدية المختلفة، صحيفة الاستثمار (صيف 1998).

6 ـ مقابلة مع وورن بفت، آب / اغسطس 1994.

7 ـ صحيفة وول ستريت (٣٠ ايلول/سبتمبر 1987) من مقتطفات كيلباتريك: قصة وورن بفت ذات القيمة الدائمة، (بيرمنفهام، آل أكبيه 2004) ص 1328.

8 ـ اوتستاندينغ إنميستر دايجست (10 آب / اغسطس 1995) ص 63.

9 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1993، ص 18.

10 ـ المصدر نفسه، ص 13.

11 ـ أوتستاندينغ إنميستر دايجست (8 اب / اغسطس 1996) ص 29.

12 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1988 ، ص 18.

13 ـ أوتستاندينغ إنميستر دايجست (8 اب / اغسطس 1996) ص 29.

14 ـ طُرح الخطاب كمقالة في نشرة هيرمز الخاصة بكلية إدارة الأعمال في جامعة كولومبيا (خريف عام 1984) بالعنوان نفسه، وقد تم نقل التعقيبات المثبتة هنا مباشرة من تلك المقالة.

15 ـ وورن بفت، «المستثمرون النجوم في رحاب غراهام و دود، هيرمز (خريف عام 1984). من نجوم المستثمرين الذين قدّمهم بفت في هذه المقالة وولتر شلوس Walter Schloss الذي اشتغل معه في شركة غراهام ـ نيومان Graham-Newman Corporation في منتصف خمسينيات القرن العشرين، توم ناب Tom Knapp ممن تخرجوا ايضاً من هذه الشركة، ثم اسس مع إيد اندرسون Ed Anderson شركة تويدي ـ براون بارتنرز Tweedy-Browne Partners وهو من اتباع غراهام أيضا، وبيل رُوين احد طلاب غراهام السابقين الذي مضى ليؤسس صندوق سيكويا الاستثماري Sequoia Fund، وتشارلي مُنغر Chgarlie Munger شريك بفت، و ريك غويرين Rick Guerin من شركة باسيفيك بارتنرز Pacific Partners و ستان بيرلميتر Stan Perlmeter من شركة بيرلميتر إنفيستمنتس Perlmetr Investments.

16. المصدر نفسه.

17 ـ المصدر نفسه.

18 ـ التقرير السنوي لصندوق سيكويا الاستثماري لعام 1996.

19 ـ سولفيج جانسون، ، جيكو تلتزم بأصلها، إنستيتيوشنال إنميستر (تموز /يوليو 1986) ص 130.

20 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1986، ص 15.

21 ـ آوتستاندينغ إنميستر دايجست (8 اب / اغسطس 1996) ص 10.

22 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1996.

23 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2001، ص 4.

الفصل الحادي عشر: علم النفس النقدي

1 ـ بيزنيس ويك (5 تموز/يوليو 1999) ، من مقتطفات كيلباتريك: قصة وورن بفت ذات القيمة الدائمة (بيرمنعهام، آل اكبيه 2004) ص1353.

2 ـ كارول ج. لوميس: ،حديث السيد وورن بفت عن سوق الاسهم، فورشن (22 تشرين الثاني/نوفمبر 1999).

3 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 2002. من مقتطفات كيلباتريك: ذات القيمة الدائمة (2004) ص 1360.

4 ـ مارك هيلبيرت، ،كن نمراً ولاتكن دجاجة، فوربس (25 ايار/ مايو 1992)، ص 298.

5 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1990، ص 17.

6 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1992، ص 6.

7 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1986، ص 16.

8. بنيامين غراهام : المستثمر الذكي: كتاب في النصائح العملية (نيويورك: هاربر أند رو، 1973) ، ص 107.

9ـ أوتستانديغ إنفيستر دايجست (5 أيار/ مايو 1995) ص 51.

10 ـ غراهام : المستثمر الذكي ، ص 107.

11 ـ برايان او ريلي، «لماذا لايستطيع جوني ان يستثمر؟» فورشن (9 تشرين الثاني/نوفمبر 1998)، ص 73.

12 ـ فوربرينفر، «لماذا يستطيع المستثمرون المتشائمون والمتفائلون أن يتصرفوا بعقلية الطيور» ، نيويورك تايمز (30 آذار/ مارس 1997)، القسم 3، ص 6.

13 ـ اندرو كيلباتريك : قصة وورن بفت ذات القيمة الدائمة. (بيرمنغهام، آل اكبيه 1998) ص 683.

الفصل الثاني عشر، الرجل اللامعقول

1 ـ تم استخدام هذا المقتطف لوصف وورن بفت في مقالة ف. يوجين شاهان: «هل الأداء قصير الأمد واستثمار الأوراق المالية التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية مقصوران أحدهما على الآخر؟» ، هيرمز ، (ربيع 1986).

2 ـ كارول ج. لوميس: «قصة وورن بفت الضمنية» فورشن (11 نيسان / ابريل 1988، ص 30.

3 ـ المصدر نفسه، ص 34.

4ـ فورشن: (4 كانون الثاني/ يناير 1988) من مقتطفات اندرو كيلباتريك: قصة وورن بفت ذات القيمة الدائمة (بيرمنغهام، آل اكبيه 2004) ص 1329.

5 ـ لوميس: «قصة وورن بفت الضمنية» ، ص 28.

6 ـ ليندا غرانت، «الرجل النظامي ذو الأربع مليارات دولار» ، مجلة لوس أنجلوس تايمز، ص 36.

7 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1993، ص 15.

8 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1993، من مقتطفات كيلباتريك: ذات القيمة الدائمة، (2004) ص 1335.

9 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1987، ص 15.

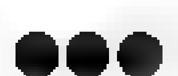
10- روبيرت ليترز، « فكرة وورن بفت عن السماء: لاينبغي علي ان اعمل مع من لااحب، هوريس (18 تشرين الأول / اكتوبر 1993)، ص 40.

11 ـ التقرير السنوي لشركة بيركشير هاثاويه لعام 1992، ص6.

الخاتمة : إدارة الأموال على طريقة وورن بفت

1 ـ «الاستثمار: مهنة ام عمل؟ شذرات فكرية حول التفوق على مؤشر السوق،، ذ كونسيلينت اوبزيرفر، المجلد 2 رقم 14 (15 تموز/ يوليو2003).

2 ـ التعليق الربعي على السوق من قبل ليغ ميسون، 25 كانون الثاني / يناير 1999.



أود في البداية أن أعبر عن امتناني العميق لوورن بَفِت Warren Buffett على تعاليمه وعلى السماح لي باستخدام مؤلفاته. وإنه لضرب من المستحيل أن يُدخِل أحد أية تحسينات على ما قال. وما لهذا الكتاب من حُسن إلا أنه أورد كلماته التي تفوّه بها بدلاً من تعريض مسامعكم لتفسيرات جيدة تالية.

ثم الشكر أيضاً لتشارلي مُنغر Charlie Munger على مساهماته في دراسة الاستثمار. فأفكاره عن «علم نفس الخطأ في الحكم» و«منظومة الأنماط الفكرية» على غاية من الأهمية. ويجب على كل شخص أن يُمعن النظر فيها. كذلك يشتمل تقديري على شكره على المحادثات المفعمة بالفكر وكلماته التشجيعية ودعمه لي منذ البداية.

في مرحلة التطور التي مرّت بها مهاراتي الاستثمارية، كان بيل ميلر Bill Miller الرجل الأكثر أهمية في دفعي للإنتقال من النظرية إلى العمل. فهو صديقي ومدربي الفكري فترة زادت عن عشرين عاماً. ولم يَبُزّه أحد في تفضله. وهو- بحكم وظيفته مديراً تنفيذياً لشركة ليغ ميسون كابيتال مَنِجمِنت Legg Mason Capital Management - أخذ بيدي ليريَني كيفية تطبيق أسلوب وورن بَفِت على جميع أنماط الشركات التي ضمت تلكمُ التي شاركتْ في تزيين الاقتصاد الجديد. لكن ما يُبهجني هو أنه لم يكن صديقاً ومعلماً فحسب بل زميلاً أيضاً.

وكم أسعدني الحظ بالعمل في بيئة تؤيد وتحسّن الاستثمار العقلاني، ولذلك أود أن أشكر جميع زملائي في شركة ليغ ميسون Legg Mason، ومنهم نانسي دينين Nancy Dennin وماري كريس غيه Mary Chris Gay و إيرني كين Ernie Kiehne وكيل ليغ

Kyle Legg وإيرا مليس Ira Malis ومـايكل مـوبوسين Michael Mauboussin وجينيفر مورفي Jennifer Murphy وديفيد نيلسون David Nelson وراندي بيفومو Randy Befumo وسكوت لابن Scot Labin وجيه ليوبولد Jay Leoplod وسامانثا ماك ليمور Samantha McLemore وميتشيل بن Mitchell Penn وديل ويتفلوفر Dale Wettflaufer وجين يو Jean Yu.

لقد استفدتُ على مر السنين من مجاذبة الحديث عن وورن بَفِت مع العديد من المفكرين الذي ضمَّت قائمتهم بوب كولمان Bob Coleman وتوم روسو Tom Russo وكريس ديفيز Chris Davis وديفيد وينترز David Winters وجامي كلارك Jamie Clark وبيل رُوين Bill Ru-ane وبوب غولدفارب Bob Goldfarb ولو سيمبسون Lou Simpson وأجيت جين Ajit Jain وليزا رابْوانو Lisa Rapuano وأليس شرودر Alice Schroeder وتشوك آكر Chuck Akre وآل بار Al Barr وديفيد بريفرمان David Braverman وَ وولي فايتس Wally Weitz وميسون هوكينز Mason Hawkins ولاري بيدجون Larry Pidgeon وإيد ثروب Ed Throp.

مدَّ الكثيرون يد العون لي في بحوثي بشأن أجزاء الكتاب، فالشكر لكل من جستن غرين Justin Green وجوان لام ـ تينانت Joan Lamm-Tennant وبات شنك Pat Shunk ومايكل ليفيتان Mi chael Levitan وستيوارت ديفيز Stewart Davis وماري ماكلو Mary Mclaugh وجون فيتزجيرالد John Fitzgerald وليندا بينفولد Linda Penfold.

نال الكتاب في مراحله الأولى دعماً من مستثمرين كثر، وإني لأتوجه بشكري الجزيل لكل من بيتر لينش Peter Lynch وجون روتشيلد John Rothchild وجاك بوغل Jack Bogle وفيل فيشر Phil Fisher وكِن فيشر Ken Fisher وإد هولدمان Ed Holdman.

سُررت بالتواصل عبر سنوات مع العديد من الكتاب الذين خبروا وورن بَفِت بطرقهم الخاصة، وإني أتقدم بشكري الخاص لكل من آندي كيلباتريك Andy Kilpatrick، وهو برأيي المؤرخ الرسمي لشركة بيركشيَر هاثاويه Perkshire Hathaway، والشكر أيضاً لروجر لوفينشتاين Roger Lowenstein وهنري إيميرسون Henry LEmer-son وجانيت لو Janet Lowe وكارول لوميس Carol Loomis ولاري كَنينغهام Larry Cunningham.

قدمت لي ثلاث سيدات ذكيات المعيات مساعدة غير عادية في إظهار الكتاب إلى النور، وقامت كلٌ منهن ببحث متخصص وتحقيق المسوّدات، وإني لأشكر بحرارة إيريكا بيترسون Ericka Peterson وكاثي كولادونيتو Cathy Coladonato وفيكتوريا لارسن Victor ia Larson.

اضافة إلى تقديري الذي تقدمت به فيما سبق، ليس ثمة امتنان يضاهي ما أدين به لشريكتي في الكتابة ماجي شتكي Maggie Stuckey، التي تمتعت بذكاء غريب في الولوج إلى أعماق فكري ومعرفة ما أريد أن أعبر عنه على وجه الدقة، حتى قبل أن ينطق به لساني، رغم أن بيننا بُعْدَ طرفي القارة. إنها حاذقة كرّست نفسها للعمل على تحسين هذا الكتاب، وكم حالفني الحظ بأن وضعَها إلى جانبي.

علاقتي مع شركة جون وايلي وأبنائه John Wiley & Sons مصدرُ سرور دائم، فصديقي وناشر كتابي مايلز تومبسون Myles Thompson بطلُ الكتاب حين لم يكن ثمة من سمع به، ولم يظهر في السوق بَعد، فالشكر لك يامايلز. وأشكر جوان أونيل Joan O'Neil وباميلا فان غيسن Pamela van Giessen وماري دانيلة Mary Daniello وفنيي الطباعة الآخرين في شركة جون وايلي على عنايتهم واهتمامهم بما كتبتُ عن وورن بَفت.

أحمل الكثير من الفضل لوكيلتي لوري هاربر Laury Harper في وكالة سيباستيان ليتراري Sebastian Literary، فهي ـ بكلمة واحدة ـ متميزة، وأدّت عملها بأمانة وإخلاص واستقامة وذكاء وحرارة، وما كنت لأجد أحداً أضع نفسي بين يديه أفضل منها. ولابُدَّ من كلمة تقدير أيضاً لمايكل كون Michael Cohn الذي ساهم فيما كتبتُ أول مرة قبل عشرة أعوام.

يُدرك مَن تصدى لتأليف كتاب معنى قضاء ساعات لاحصر لها وحيداً، وهو القادر في ظروف أخرى أن يقضيها مع أسرته. زوجي ماجي Maggie مصدر حبي ودعمي، وقد طربَتْ يوم أن أخبرتها بعزمي على الكتابة أول مرة وأقنعتني أن الكتاب يمكن أن يُنجَز، وراحت في الشهور التاليات تعتني بأسرتنا وتوفر لي متعة الوقت للكتابة. فلها ولأولادي كيم Kim وروبيرت Robert وجون John حبّي اللامحدود، إذ أمكنوني من تحقيق كل شيء، وذكرهم في الخاتمة يؤكد أنهم يحتلون الصدارة في قلبي على الدوام.

يمكن أن تتقدموا بالشكر لجميع مَن ذكرتُ على كل ما هو جيد وصحيح في هذا الكتاب، أما الأخطاء فأنا وحدي المسؤول عنها.

ر.ج.هـ. R. G. H.


6 281123 011230